

Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет
Высшая школа менеджмента

**СОВЕТ ДИРЕКТОРОВ КАК ФАКТОР ФИНАНСОВОЙ
РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ИННОВАЦИОННО-АКТИВНЫХ КОМПАНИЙ**

Выпускная квалификационная работа
студента 4 курса бакалаврской программы,
профиль – Финансовый менеджмент

БЕРЕЗКИНА Кирилла Вадимовича

(подпись)

Научный руководитель:
к.ф.- м.н., доцент
БЕРЕЗИНЕЦ Ирина Владимировна

(подпись)

Санкт-Петербург
2016

Заявление о самостоятельном характере выполнения выпускной квалификационной работы

Я, Берёзкин Кирилл Вадимович, студент 4 курса направления 080200 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Совет директоров как фактор финансовой результативности инновационно-активных компаний», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1. Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя» и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

_____ (Подпись студента с расшифровкой)

_____ (Дата)

Содержание

Введение	4
Глава 1. Совет директоров в российских акционерных обществах.....	8
1.1. Механизмы корпоративного управления	8
1.2. Композиция совета директоров.....	12
1.3. Структура совета директоров	21
Выводы по первой главе	27
Глава 2. Показатели финансовой результативности инновационно-активных компаний	29
2.1. Показатели финансовой результативности компании	29
2.2. Инновационная активность и финансовая результативность компании	36
2.3. Взаимосвязь между инновационной активностью компаний и характеристиками совета директоров	42
Выводы по второй главе	49
Глава 3. Эмпирическое исследование взаимосвязи характеристик совета директоров и финансовой результативности инновационно-активных компаний	50
3.1. Методология исследования и формирование выборки.....	50
3.2. Эконометрический анализ	55
3.3. Анализ результатов и выводы по работе.....	66
Заключение.....	68
Список литературы.....	71
Приложения.....	78

ВВЕДЕНИЕ

Настоящая работа посвящена исследованию взаимосвязи характеристик совета директоров и финансовой результативности инновационно-активных российских публичных компаний.

В последние годы инновациям в России уделяется большое внимание. В 2010 г. президентом страны был подписан указ о создании инновационного центра «Сколково» – научно-технологического инновационного комплекса по разработке и коммерциализации новых технологий¹, в 2011 г. была принята Стратегия инновационного развития России до 2020 г.² В конце марта 2016 г. Открытое правительство направило ряду министерств предложения по смягчению налогового режима для компаний, инвестирующих в научные исследования и разработки. В частности, предлагается вычитать из налогооблагаемой базы компании двукратный размер затрат на НИОКР, а также отменить налог на прибыль с интеллектуальной собственности³. Подобные меры продиктованы изменившейся рыночной конъюнктурой, когда падение цен на нефть значительно уменьшило доходы от экспорта сырья и повысило расходы на закупку зарубежного оборудования. Для перестройки экономики страны в этих условиях требуется современная высокотехнологичная, сравнимая с западными аналогами продукция. Продукты и технологии данного рода могут быть получены только по результатам предварительных научных исследований и разработок. Таким образом, компании, инвестирующие в научные исследования и разработки, становятся двигателями российской экономики.

Однако ведение инновационной деятельности – стратегический аспект функционирования компании, а согласно российскому законодательству, ключевым органом, определяющим стратегию развития компании, является совет директоров. Совет директоров определяет ключевые управленческие решения, в том числе решения об инвестициях в НИОКР. Подтверждением может служить опубликованный в конце 2014 г. на сайте «Газпрома» отчёт совета директоров компании, в котором сообщается о направлении рекордной за всю историю компании суммы расходов на НИОКР – 10,82

¹ Об инновационном центре «Сколково»: федер. закон от 28.09.2010 N 244-ФЗ: принят Государственной Думой 21 сентября 2010 года; одобрен Советом Федерации 22 сентября 2010 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://kremlin.ru/acts/bank/31792> (21.04.2016)

² Стратегия инновационного развития России до 2020 г.: утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 8 декабря 2011 года N 2227-р [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://innovation.gov.ru/taxonomy/term/586> (21.04.2016)

³ Открытое правительство предлагает улучшить налоговые условия для компаний в инновационной сфере [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/technology/articles/2016/03/28/635281-otkritoe-pravitelstvo-predlagaet-uluchshit-nalogovie-usloviya-dlya-kompanii-innovatsionnoi-sfere> (21.04.2016)

млрд. руб⁴. Одновременно с этим эксперты отмечают, что по сравнению с другими странами, российские компании значительно меньше инвестируют в НИОКР. Возникает закономерный вопрос: как связаны характеристики совета директоров и интенсивность инвестиций в НИОКР?

Вместе с тем ведение инновационной деятельности, то есть вложения в НИОКР, несмотря на государственные стимулы поддержки, неоднозначно связано с результатами финансовой деятельности компании. Примером тому может служить ОАО «АВТОВАЗ», доля затрат на успешные НИОКР которого в 2013 г. составила 3,5 млрд. руб., а чистый убыток по итогам того же года почти 7 млрд. руб⁵. Сказанное выше вызывает другой вопрос: как взаимосвязана интенсивность вложений в НИОКР и финансовая результативность компании?

Соединяя оба сформулированных вопроса, зададимся основным вопросом исследования: «Как взаимосвязаны характеристики совета директоров и финансовая результативность инновационно-активных компаний?». Соответственно, целью данной работы является установление взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью инновационно-активных компаний. Объектом научного исследования выступают инновационно-активные российские публичные компании. Предметом исследования являются взаимосвязь характеристик совета директоров инновационно-активных компаний и финансовой результативности.

В качестве задач, которые необходимо было решить для достижения поставленной цели, были выделены следующие:

1. Проанализировать нормативную базу российского законодательства, классическую и современную научную литературу, посвящённые деятельности совета директоров в российских публичных компаниях.
2. Провести анализ показателей финансовой результативности компаний и выбрать наиболее адекватный для цели исследования.
3. Представить теоретическое обоснование модели для исследования взаимосвязи интенсивности вложений в НИОКР инновационно-активных компаний и финансовой результативности.
4. Обосновать взаимосвязь характеристик совета директоров и инновационной активности компаний.

⁴ Отчёт Совета директоров ОАО «Газпром» по приоритетным направлениям деятельности [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gazprom.ru/about/management/directors/report/> (21.04.2016)

⁵ Бухгалтерская отчётность по РСБУ ОАО «АВТОВАЗ» за 2013 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=31&type=3> (21.04.2016)

5. Провести эмпирическое исследование, направленное на установление взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью инновационно-активных компаний.

Работа структурирована согласно изложенным выше задачам и включает введение, три основные главы, заключение, список использованной литературы и приложения.

Первая глава посвящена совету директоров российских публичных компаний. В ней совет директоров рассматривается как один из механизмов корпоративного управления, даётся подробное описание функциональных обязанностей этого органа и нормативные особенности его деятельности. Кроме того, в данной главе анализируются композиция и структура совета директоров, приводятся актуальные исследования практик российского корпоративного управления и примеры компаний с теми или иными характеристиками совета директоров.

Во второй главе работы проводится анализ различных показателей финансовой результативности деятельности компании, отмечаются достоинства, недостатки и особенности применения каждого из них, а также происходит выбор показателя, наиболее отвечающего цели данной работы. Здесь же раскрывается понятие «инновация», являющееся ключевым для определения «инновационно-активной компании», приводится обзор современных исследований, посвящённых взаимосвязи интенсивности инвестиций в НИОКР и финансовой результативности компании. Глава завершается анализом работ, описывающих взаимосвязь характеристик совета директоров и инновационной активности компаний, и формулировкой гипотез научного исследования.

Третья глава представляет собой непосредственно эмпирическое исследование. Она включает описание методологии и процедуру формирования выборки. Кроме этого, в данной главе проводится анализ описательной статистики, результатов регрессионного анализа, принимаются решения относительно подтверждения и отклонения гипотез научного исследования, делаются основные выводы и даются рекомендации. Наличие взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью устанавливалось с помощью проведения эконометрического анализа, который был выполнен с использованием эконометрического пакета «Stata».

Исследование было проведено на выборке российских публичных компаний, которые в период с 2011 по 2013 гг. несли затраты на научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки, которыми могли воспользоваться в своей основной деятельности.

В качестве источника сбора данных использовались преимущественно годовые и квартальные отчёты компаний, а также бухгалтерская отчётность, находящиеся в открытом доступе, и база данных СКРИН.

Итогом проведения эконометрического анализа стало установление статистически значимой положительной взаимосвязи между долей независимых директоров в совете директоров инновационно-активных компаний и интенсивностью инвестиций в НИОКР. Также было обнаружено различие в интенсивности вложений в НИОКР между инновационно-активными компаниями, при совете директоров которых образован комитет по стратегии, и теми, где такой комитет не создан. Причём у тех компаний, в которых создаётся комитет по стратегии в среднем интенсивность инвестиций в НИОКР выше. Более того, было установлено, что интенсивность инвестиций в НИОКР положительно связана с финансовой результативностью. Из этого был сделан вывод о положительной взаимосвязи между долей независимых директоров в совете директоров инновационно-активных компаний и финансовой результативностью их деятельности. А также вывод о существовании различия в финансовой результативности инновационно-активных компаний, при совете директоров которых образован комитет по стратегии, и компаний, у которых такого комитета нет. Причём у тех инновационно-активных компаний, где создан комитет по стратегии, в среднем финансовая результативность выше по сравнению с инновационно-активными компаниями, где данный комитет не образован.

ГЛАВА 1. СОВЕТ ДИРЕКТОРОВ В РОССИЙСКИХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВАХ

1.1. Механизмы корпоративного управления

Совет директоров выступает ключевым элементом корпоративного управления, поэтому сначала необходимо определить этот термин. Единого определения «корпоративного управления» пока не выработано, и различные организации и структуры трактуют его по-своему. Так, Международная финансовая корпорация (МФК) под «корпоративным управлением» понимает «структуры и процессы руководства компаниями и контроля за ними»⁶. Служба Банка России по финансовым рынкам, приводит четыре определения «корпоративного управления». Ранжируя их по принципу «от общего к частному», А.В. Бухвалов и М.В. Смирнов получают следующую систему:

- 1) Корпоративное управление – система взаимоотношений между менеджерами компании и её владельцами по вопросам обеспечения эффективности деятельности компании и защите интересов владельцев, а также других заинтересованных сторон.
- 2) Корпоративное управление – способ управления компанией, который обеспечивает справедливое и равноправное распределение результатов деятельности между всеми акционерами, а также иными заинтересованными лицами.
- 3) Корпоративное управление – комплекс мер и правил, которые помогают акционерам контролировать руководство и влиять на менеджмент с целью максимизации прибыли и стоимости предприятия.
- 4) Корпоративное управление – система отчётности перед акционерами лиц, которым доверено текущее руководство компанией⁷.

Однако наиболее адекватным исследователям представляется определение корпоративного управления как «системы экономических и юридических отношений и норм, в рамках которых осуществляется распределение корпоративного контроля и прав

⁶ Corporate governance. Overview [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/IFC+CG (11.01.2016)

⁷ Корпоративное управление: история и практика [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp_management_study/index.html (11.01.2016)

на денежные потоки между акционерами, менеджерами и разнообразными заинтересованными лицами компании»⁸.

Одним из аспектов проблематики корпоративного управления в компании является проблема взаимоотношений между собственником и менеджером, или агентская проблема, впервые сформулированная в [Jensen M. C. and Meckling W.H., 1976]. Она напрямую связана с отделением собственности от капитала, когда собственник, оставляя за собой только контроль за важнейшими решениями, передаёт за вознаграждение управление текущей деятельностью и разработку предложений по стратегии наёмному менеджеру. Однако интересы наёмного менеджера и собственника компании, направленные на максимизацию личной выгоды, отличаются. Первый заинтересован в высокой заработной плате, различных бонусах и привилегиях, тогда как для второго важен рост капитализации компании в долгосрочной перспективе. Более того, собственник может диверсифицировать свои риски, осуществив инвестиции в другие компании, у менеджера подобной возможности нет. Однако лучшая осведомлённость менеджера относительно дел в компании и отсутствие у собственника возможности непосредственного постоянного наблюдения за действиями агента в силу высоких издержек мониторинга открывают для менеджера возможности ведения оппортунистического поведения. Таким образом, различие в целевых функциях менеджера и собственника порождает проблему «принципал-агент», которая решается посредством различных механизмов корпоративного управления. Одним из таких механизмов выступает совет директоров.

На протяжении развития корпоративного управления его важность только продолжала расти, особенно востребован данный инструмент сейчас, что напрямую связано с увеличением доли институциональных и портфельных инвесторов в структуре собственности. Такие инвесторы, как правило, являются миноритарными акционерами, приобретая небольшие пакеты акций (до 10%) во многих компаниях, и неспособны принимать активное участие в управлении корпорациями, поэтому вынуждены передавать управленческие полномочия менеджменту компаний. Однако они очень внимательны к расходованию вложенных средств, результативность использования которых должны обеспечить управленцы. Следовательно, важность совета директоров как посредника между менеджментом и акционерами, а также показателя качества корпоративного управления при такой структуре собственности возрастает. Отсутствие портфельных и

⁸ Бухвалов А. В., Смирнов М. В. Корпоративное управление: вводный курс учебно-методическое пособие. – 2012.

институциональных инвесторов ограничивает рост компании, и, таким образом, отрицательно сказывается и на доходности других типов акционеров⁹.

Говоря о появлении необходимости в использовании механизмов корпоративного управления в нашей стране, необходимо отметить, что с конца 1990-х гг. данный термин становится всё более и более востребованным в России. Причиной этому служит переход экономики страны от модели командно-административного управления к рыночной с сопутствующей приватизацией. Оказавшимся в частной собственности компаниям нужно было разрабатывать собственные механизмы управления, которые позволяли бы им быть конкурентоспособными и обеспечить удовлетворение интересов собственников¹⁰.

Отличительной чертой российского корпоративного управления в настоящее время является высокая концентрация собственности. Согласно последнему исследованию компании Deloitte «Структуры корпоративного управления публичных российских компаний», наличие мажоритарного владения величиной более 50% наблюдается в 60% российских компаний¹¹. В то же время требования к листингу компаний на Московской бирже в первом и втором эшелонах предписывают, чтобы не менее 10% акций общества находилось в свободном обращении¹². В связи с этим обостряется проблема взаимоотношений мажоритарных и миноритарных акционеров, когда ключевые решения относительно деятельности компании принимаются мажоритарным собственником. Права миноритариев при этом зачастую ущемляются, а интересы не принимаются во внимание. Гарантом соблюдения прав и учёта интересов миноритарных акционеров в системе корпоративного управления выступает совет директоров.

Совет директоров – коллегиальный орган управления акционерным обществом, подотчётный общему собранию акционеров, состоящий из равноправных членов, реализующих свои решения путём голосования на очных и заочных заседаниях, несущих ответственность за результаты доверенного им акционерного общества, избираемых общим собранием акционеров на определённый срок для руководства деятельностью

⁹ Газин Г. Корпоративное управление в России: реальное конкурентное преимущество [Электронный ресурс] / Г. Газин // журнал «Вестник McKinsey» – 2003. – № 1 (2003) – Режим доступа: <http://vestnikmckinsey.ru/organizational-models-and-management-systems/korporativnoe-upravlenie-v-rossii-real-noe-konkurentnoe-preimushhestvo> (22.05.2016)

¹⁰ Пособие по корпоративному управлению в 6 т., ч. I «Введение в корпоративное управление» // подготовлено и опубликовано Международной финансовой корпорацией и Министерством торговли США – М: «Альпина Бизнес Букс», 2004

¹¹ Структуры корпоративного управления публичных российских компаний [Электронный ресурс] // Исследование центра корпоративного управления «Делойт» – 2015. – Режим доступа: <http://www2.deloitte.com/ru/ru/pages/risk/articles/2016/corporate-governance-structures-of-public-russian-companies.html> (21.04.2016)

¹² Правила листинга – наилучшая международная практика [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ipoguide.moex.com/section-1-3.html> (21.04.2016)

акционерного общества в пределах компетенций, определяемых законом и уставом акционерного общества¹³. В акционерном обществе с числом акционеров менее 50 устав общества может предусматривать, что функции совета директоров будут осуществляться общим собранием акционеров.

Согласно закону об акционерных обществах, «совет директоров осуществляет общее руководство деятельностью общества, за исключением решения вопросов, отнесённых к компетенции общего собрания акционеров»¹⁴. Перечень компетенций совета директоров состоит из 18 пунктов, некоторые из которых включают несколько подпунктов, что подчёркивает объём ответственности и полномочий, возлагаемых на данный орган управления. Это также указывает на сложность однозначного определения границ полномочий данного органа корпоративного управления, тем более что законом компетенция совета директоров акционерного общества определена не исчерпывающим образом.

Кодекс корпоративного управления России выделяет семь подпунктов деятельности совета директоров, раскрывающих суть трёх основных аспектов: осуществление стратегического управления, определение принципов системы управления рисками общества и общего контроля, а также контроль деятельности исполнительных органов управления. Поясняя рекомендации кодекса более подробно, заметим, что в компетенцию совета директоров должны входить:

- 1) оценка и одобрение стратегии общества, бизнес-плана, утверждение и контроль за ключевыми показателями деятельности;
- 2) назначение и увольнение лиц, занимающих должности в исполнительных органах общества;
- 3) выработка основных подходов оценки и управления рисками, проведение внутреннего и внешнего аудиторского контроля;
- 4) обеспечение информационной прозрачности, в том числе в аспекте выбора членов совета директоров;
- 5) разработка и утверждение политики мотивации и вознаграждения исполнительных органов и совета директоров;

¹³ Филатов А. Организация работы совета директоров. Практические рекомендации / А. Филатов, Э. Джуграев – М. : Альпина Паблишер, 2014 – 172 с.

¹⁴ Об акционерных обществах: федер. закон от 26.05. 1995 N 208-ФЗ : принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года : одобрен Советом Федерации 26 мая 1995 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_177708/ с экрана (12.01.2016)

- б) контроль за соблюдением прав и удовлетворением интересов всех стейкхолдеров общества, в том числе предотвращение и урегулирование корпоративных конфликтов;
- 7) мониторинг практики корпоративного управления и его оценка на предмет соответствия целям и задачам общества¹⁵.

Более того, ключевая роль в описанной выше системе корпоративного управления отведена совету директоров, так как в соответствии с российским законодательством совет директоров наделяется рядом исключительных прав:

- 1) правом формирования повестки дня общего собрания акционеров, которые ведёт, как правило, председатель совета директоров;
- 2) правом предложения решений по ряду стратегически важных для общества вопросов, как, например, дивидендная политика, которого нет ни у какого другого органа;
- 3) правом принятия на себя прав и полномочий общего собрания акционеров, а также исполнительных органов, в том числе связанных с их формированием и прекращением полномочий¹⁶.

Таким образом, в российских компаниях полномочия совета директоров, согласно нормативным документам, носят стратегический характер и сосредоточены на:

- 1) политике в области стратегии бизнеса;
- 2) финансовой политике;
- 3) дивидендной политике;
- 4) политике в области риск-менеджмента;
- 5) политике в области стимулирования и оценки деятельности топ-менеджмента;
- 6) контроле за совершением крупных сделок.

1.2. Композиция совета директоров

Членом совета директоров может быть только физическое лицо, которое имеет право переизбираться неоднократно. Путь в совет директоров закрыт для лиц, которые уже являются членами ревизионной комиссии, счётной палаты, а член правления или генеральный директор могут стать членами совета директоров другого общества только с согласия совета директоров того общества, где являются генеральным директором или

¹⁵ Кодекс корпоративного управления от 21.03.2014 В: Вестник Банка России № 40 (1518) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf> (10.01.2016)

¹⁶ Королёв В.А. Роль совета директоров в контексте структуры собственности [Электронный ресурс] / В.А. Королёв // журнал «Независимый директор» – Режим доступа: <http://ncda.ru/library/articles/board/boardrole/> (12.01.2016)

членом правления¹⁷. Формальных требований к образованию и квалификации кандидатов в совет директоров закон не устанавливает. Однако кодекс корпоративного управления рекомендует формировать «сбалансированный, в том числе по квалификации его членов, их опыту, знаниям и деловым качествам» совет директоров¹⁸. Согласно последним исследованиям, ведущими критериями отбора кандидатов в совет директоров являются профессиональный опыт, деловая репутация, технические знания и навыки, а также лидерские качества. В то же время многие компании отмечают нехватку знаний членов совета директоров об отрасли, в которой функционирует компания, а также недостаток знаний и навыков в области стратегического планирования¹⁹. В связи с этим некоторые компании во внутренних документах прописывают требования к кандидатам в совет директоров. Примером может служить ПАО «ГМК «Норильский никель», которое закрепило в своих нормативных документах минимальные рекомендованные квалификационные требования. Среди них - «высокая степень профессиональной подготовки: наличие соответствующего профильного образования и опыта работы», а также «понимание индустрии»²⁰.

Избрание кандидатов в совет директоров осуществляется общим собранием акционеров на срок до следующего годового собрания акционеров, однако общим собранием акционеров полномочия всех членов совета директоров могут быть прекращены досрочно. Процедура избрания членов совета директоров осуществляется посредством кумулятивного голосования, при котором количество голосов акционера, пропорциональное его количеству голосующих акций, умножается на количество кандидатов. При этом, однако, акционер может распределять голоса между кандидатами на своё усмотрение. Подобная система голосования является одним из механизмов защиты миноритарных акционеров, которые в данном случае получают возможность провести своего кандидата в совет директоров. Как замечает исследователь и практик российского корпоративного управления В. А. Королёв, кумулятивное голосование предоставляет контролирующему акционеру возможность сформировать «профессиональный представительский совет», большую часть которого составят

¹⁷ Об акционерных обществах: федер. закон от 26.05.1995 N 208-ФЗ : принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года : одобрен Советом Федерации 26 мая 1995 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_177708/ с экрана (12.01.2016)

¹⁸ Кодекс корпоративного управления от 21.03.2014 В: Вестник Банка России № 40 (1518) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf> (15.05.2016)

¹⁹ Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях. PwC. 2012 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.pwc.ru/ru/boardsurvey.html> (03.02.2016)

²⁰ Политика по разработке и утверждению рекомендаций по голосованию в отношении кандидатов в члены Совета директоров ПАО «ГМК Норильский никель» - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nornik.ru/assets/files/Politika-po-razrabotke-i-utverzhdeniyu-rekomendacij-po-kandidatam-v-Sovet-direktorov.pdf> (03.02.2016)

квалифицированные директора из разных профессиональных областей. Такие директора будут представлять интересы собственника, которому совет будет лоялен, и при возникновении конфликта интересов между всеми акционерами компании и контролирующим акционером, совет директоров встанет на сторону собственника²¹. Выдвигать кандидатуру на выборы в совет директоров может акционер, владеющий не менее чем 2 % голосующих акций общества. Избранным считается определённое число кандидатов, получивших наибольшее количество голосов, которое оговорено в уставе общества²².

Важным аспектом дифференциации членов совета директоров, существенно отражающимся на принимаемых им решениях, является разделение директоров на исполнительных (внутренних, инсайдеров) и неисполнительных (внешних, аутсайдеров), а также выделение в составе неисполнительных директоров независимых директоров. Под внутренним директором понимается член совета директоров, являющийся менеджером (сотрудником) данной компании и занимающийся непосредственным руководством её деятельностью. Внешний директор – член совета директоров компании, не являющийся сотрудником данной компании (а также её материнской и дочерней компаний) и представляющий акционеров²³.

Отдельной категорией неисполнительных директоров являются независимые директора. Закон об акционерных обществах не даёт определения «независимого директора», делая акцент лишь на обстоятельствах, при которых директор признаётся независимым. Среди них: отсутствие опыта работы на управленческих должностях общества, родственных связей с лицами, занимающими такие должности в обществе, и аффилированности с обществом в течение одного года²⁴. В кодексе корпоративного управления основной акцент направлен на профессиональные и личностные характеристики независимого директора: «достаточный профессионализм, опыт и самостоятельность для формирования собственной позиции, способность выносить объективные, добросовестные и независимые суждения»²⁵. Однако кодекс также приводит и подробный список критериев, которым должен удовлетворять независимый директор.

²¹ Королёв В.А. О комитетах совета директоров, или «Три кита» корпоративного управления / В.А. Королёв // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2011. – № 9

²² Об акционерных обществах: федер. закон от 26.05. 1995 N 208-ФЗ : принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года : одобрен Советом Федерации 26 мая 1995 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_177708/ с экрана (12.01.2016)

²³ Бухвалов А. В., Смирнов М. В. Корпоративное управление: вводный курс учебно-методическое пособие. – 2012.

²⁴ Об акционерных обществах: федер. закон от 26.05. 1995 N 208-ФЗ : принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года : одобрен Советом Федерации 26 мая 1995 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_177708/ с экрана (12.01.2016)

²⁵ Кодекс корпоративного управления от 21.03.2014 В: Вестник Банка России № 40 (1518) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf> (15.05.2016)

Среди них особо стоит отметить то, что независимые директора не должны являться должностными лицами или работниками общества или его управляющей компании в течение трёх последних лет. Также независимый директор не может быть должностным лицом общества, где любое из должностных лиц данного общества состоит членом комитета совета директоров по аудиту, крупным контрагентом общества (совокупный объём сделок в течение года от 10% балансовой стоимости активов и выше), представителем государства, а также в течение 7 лет исполнять обязанности независимого директора в данном обществе²⁶. По сравнению с предыдущим кодексом корпоративного управления 2002 г., нынешний существенно уточнил критерии независимости, исключив взаимосвязь не только с обществом, но и его контрагентами и акционерами. Более того, кодексом корпоративного управления 2014 г. рекомендовано увеличить долю независимых директоров в составе совета директоров до одной трети с четверти, как это было ранее. В дополнение к этому рекомендуется назначать председателя совета директоров и глав комитетов из числа независимых директоров, а комитеты по аудиту и вознаграждению должны состоять только из директоров данной категории.²⁷ Очевидно возрастание роли независимых директоров, в связи с чем возникает логичный вопрос о том, что его обуславливает.

В первую очередь, количество независимых директоров в совете является своеобразным индикатором уровня развития корпоративного управления, которое превращается в реальное условие листинга на отечественной и зарубежных биржах, которые предъявляют требования к количеству независимых директоров в совете. Так, для листинга на Московской бирже на первом уровне необходимо, чтобы совет директоров на 1/5 состоял из независимых директоров, причём их должно быть не менее трёх.²⁸

Непосредственно в самой компании независимые директора служат защитниками прав миноритарных акционеров, благодаря своему опыту, образованию и кругозору являются советниками мажоритарных акционеров, играют роль посредника между акционерами и менеджментом, поскольку, в отличие от исполнительных директоров, не связаны с обществом²⁹. Также считается, что независимые директора более объективно и беспристрастно могут оценивать риски, глядя на компанию «со стороны»³⁰. При этом,

²⁶ Там же.

²⁷ Там же.

²⁸ Правила листинга – наилучшая международная практика [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ipoguide.moex.com/section-1-3.html> (21.04.2016)

²⁹ Логинов А. Независимый директор: кому он служит. [Электронный ресурс] / А. Логинов // Корпоративные стратегии – 2013. – № 39 (9149) – Режим доступа: <http://www.eg-online.ru/article/59037/>, свободный. - Загл. с экрана (31.01.2016)

³⁰ Родионов. И.И. Направления оценки работы совета директоров с учётом лучшей мировой практики [Электронный ресурс] / И.И. Родионов, И.В. Беликов // Акционерное общество – 2013. – № 6 (109). – Режим доступа: http://www.cfin.ru/investor/ao/bod_assessment.shtml (01.02.2016)

несмотря на характерную для российских компаний высокую концентрацию собственности, привлечение независимых директоров к управлению обществом не теряет своей актуальности: в данном случае собственник, опираясь на независимого директора как источник знаний, опыта и информации «сверяет по нему часы»³¹. Более того, независимые директора способны перестроить работу совета директоров, они призваны содействовать выработке стратегии развития компании, обеспечивать объективный мониторинг действий органов исполнительной власти в обществе, выстраивать надёжную систему контроля и управления рисками³². Внешние связи и опыт независимых директоров, а также специфические знания зачастую помогают значительно улучшить качество принимаемых управленческих решений и существенно помочь компании в достижении поставленных целей, особенно если операционная деятельность компании отличается повышенной сложностью или наукоёмкостью.³³

Практическим примером реализации управленческого потенциала независимых директоров может являться ТНК-ВР, в которой конфликт между акционерами в 2008 г. был урегулирован посредством обновления совета директоров с включением в его состав независимых директоров. Существенный вклад независимых директоров в сохранение устойчивости во время экономического кризиса 2008 г. отмечают в компаниях «Вимм-Билль-Данн», «Роснефть», МТС. В последней, в частности, независимые директора помогали в разработке финансовой и информационной политик на фоне меняющихся внешних обстоятельств.

Однако порой эффект от присутствия независимых директоров в совете может быть негативным. Например, слепое следование критериям независимости может привести к избранию независимых директоров, которые окажутся некомпетентными в сфере, в которой функционирует общество, и не смогут принести пользу компании. В этой связи некоторые исследователи и практики надеются на переход в будущем от термина «независимый директор» к понятию «профессиональный директор»³⁴. Более того, независимые директора, как правило, являются членами совета директоров нескольких компаний, или исполняют должностные обязанности на месте работы, не связанной с осуществлением полномочий в совете директоров. В связи с этим независимым директорам может не хватать времени на полноценное участие в работе совета. Всё это

³¹ Мини-интервью Александра Семёнова: Профессионализм придёт на смену независимости [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.ifru.ru/news/99/2013/07/16720/> (31.01.2016)

³² Беликов И. Независимые директора в меньшинстве [Электронный ресурс] / И. Беликов // Российская Бизнес-газета / Карьера и менеджмент. – 2012. – № 859. – Режим доступа: <http://www.rg.ru/2012/08/14/upravlenie.html> (31.01.2016)

³³ Volonté C. Boards: Independent and committed directors? // International Review of Law and Economics. – 2015. – Т. 41. – С. 25-37.

³⁴ Мини-интервью Александра Семёнова: Профессионализм придёт на смену независимости [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.ifru.ru/news/99/2013/07/16720/> (31.01.2016)

может привести к ненадлежащему исполнению такими директорами своих полномочий в составе совета директоров и негативно отразиться на качестве принимаемых этим органом решений³⁵.

Координатором деятельности совета директоров выступает председатель совета директоров, который избирается из членов совета директоров. Кодекс корпоративного управления рекомендует выбирать на этот пост независимого директора, человека имеющего безупречную деловую и личную репутацию, а также значительный опыт работы на руководящих должностях. Как правило, на председателя совета директоров возложены обязанности по созыву и председательству на заседаниях совета директоров, определению длительности и периодичности заседаний, он должен организовывать обсуждение в конструктивном ключе и своевременно обеспечивать членов совета директоров всей необходимой информацией для принятия решений по вопросам повестки заседаний. Также через председателя совета директоров происходит общение акционеров с советом директоров по различным вопросам его компетенции³⁶. Федеральное агентство по управлению государственным имуществом отводит председателю совета директоров, соединяющему в себе роль «стратега», «наставника» для топ-менеджмента и акционеров, «фасилитатора» дискуссии, ведущую позицию в совете. При этом важным аспектом становится то, что заседание совета директоров не должно превращаться в «бенефис одного актёра». Вместо этого председателю следует поощрять остальных членов открыто высказывать свою точку зрения, создавая атмосферу доброжелательного диалога. Более того, одна из ключевых задач председателя совета директоров – инициация оценки работы совета с целью демонстрации эффективности его работы акционерам³⁷. Уставом общества можно предусмотреть право решающего голоса председателя совета директоров в случае равенства голосов по отдельным вопросам повестки дня. Что касается законодательных ограничений занятия должности председателя совета директоров, то им не может стать генеральный директор общества³⁸. Также не рекомендуется совмещать должность председателя совета директоров с председательством в одном из комитетов совета директоров.

³⁵ Volonté C. Boards: Independent and committed directors? //International Review of Law and Economics. – 2015. – Т. 41. – С. 25-37.

³⁶ Кодекс корпоративного управления от 21.03.2014 В: Вестник Банка России № 40 (1518) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf> (15.05.2016)

³⁷ Методические рекомендации по организации работы Совета директоров в акционерном обществе [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://rosim.ru/documents/194281> (02.02.2016)

³⁸ Об акционерных обществах: федер. закон от 26.05. 1995 N 208-ФЗ : принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года : одобрен Советом Федерации 26 мая 1995 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_177708/ с экрана (12.01.2016)

Что касается национальной принадлежности членов совета директоров, то закон об акционерных обществах в этом отношении не устанавливает каких-либо требований или ограничений. Тем не менее, для компаний, осуществляющих свою деятельность в международных масштабах, присутствие в совете директоров таких директоров может оказаться весьма полезным. Их знания особенностей зарубежного законодательства, социальных норм, обычаев делового оборота, связи и контакты в международной среде могут оказаться выгодными для компании. Более того, иностранные директора могут способствовать внедрению зарубежных практик корпоративного управления и помочь совету посмотреть на некоторые вопросы под новым углом, с позиций зарубежных стандартов. Одновременно с этим иностранные директора, как правило, меньше осведомлены об особенностях местной бизнес-среды. Также их присутствие в совете директоров ослабляет функцию мониторинга, поскольку зачастую иностранные директора в силу географических причин не имеют возможности посетить все заседания и более активно участвовать в его деятельности³⁹. Согласно недавним исследованиям, среди крупнейших российских компаний иностранцы занимают порядка 24% мест в совете директоров, что намного выше показателей Италии (7%) и Испании (11%), однако также существенно меньше аналогичных показателей в Великобритании (33%) и во Франции (31%)⁴⁰. Приводя конкретные примеры, отметим, что, несмотря на подобную статистику, по состоянию на конец 2014 г. в ПАО «Аэрофлот» в совете директоров не было ни одного иностранца⁴¹, в ПАО «Лукойл» их было четверо⁴², а в ПАО «Ростелеком» один⁴³, что свидетельствует о чрезвычайно различной ситуации в этом аспекте в российских компаниях.

Говоря о гендерной структуре совета директоров, отметим, что в отличие от зарубежных стран (Франции, Испании, Италии, Норвегии) присутствие женщин в совете директоров российских компаний законодательно не закреплено. Данный аспект приобретает важность в свете выводов ряда исследований о том, что стиль руководства женщин существенно отличается от мужского и в ряде случаев способен увеличить

³⁹ Masulis R. W., Wang C., Xie F. Globalizing the boardroom—The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance //Journal of Accounting and Economics. – 2012. – Т. 53. – №. 3. – С. 527-554.

⁴⁰ Российский индекс совета директоров. SpencerStuart. 2014 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/russiabiru16apr2015.pdf> (03.02.2016)

⁴¹ Годовой отчёт ПАО «Аэрофлот» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.aeroflot.ru/cms/reports_item/369 (03.02.2016)

⁴² Годовой отчёт ПАО «Лукойл» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.lukoil.ru/materials/doc/AGSM_2015/LUKOIL_AR_rus_2014.pdf (03.02.2016)

⁴³ Годовой отчёт ПАО «Ростелеком» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=141&type=2> (03.02.2016)

результативность деятельности компании⁴⁴. Более того, считается, что женщины менее склонны пропускать заседания совета директоров, более ответственно относятся к исполнению своих обязанностей; их присутствие в совете директоров помогает избежать «группового мышления». Женщины склонны больше времени при обсуждении уделять вниманию проблемам экологии и корпоративной социальной ответственности. С другой стороны, чрезмерная концентрация на гендерном аспекте может привести к тому, что меньше внимания при отборе кандидатов будет уделяться профессиональным качествам. В соответствии с эмпирическим исследованием [И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская, 2013], доля женщин в составе совета директоров российских компаний в среднем составляла порядка 12%. При этом в 40% наблюдений женщины в совете директоров не присутствовали вообще. Среди таких компаний оказались ПАО «Аэрофлот», ПАО «АВТОВАЗ», ПАО «Северсталь». Однако в настоящее время прослеживается тенденция к увеличению числа женщин в совете директоров российских компаний, поскольку, согласно другому исследованию, среди новых членов советов директоров доля женщин в последние годы существенно возросла⁴⁵.

Средний возраст членов совета директоров тоже зачастую рассматривается как одна из важных характеристик совета директоров. Она отражает, к какому поколению управленцев принадлежит совет директоров. Принимая во внимание недавний переход России к модели рыночной экономики, стиль руководства компаний, где большинство членов совета директоров принадлежат к старшему поколению и тех, где большинство – недавние выпускники бизнес-школ – может существенно отличаться. Более того, различный жизненный опыт, отношение к современным технологиям и прочее могут существенно отразиться на характере принимаемых советом директоров решений, например, проведении более консервативной политики и избегании рискованных вложений. По данным последних исследований, средний возраст членов совета директоров крупнейших российских компаний составляет 52,5 года. В других европейских странах этот показатель заметно выше: к примеру, в Великобритании возраст «рядового» директора в среднем составляет 57,5 лет, а во Франции – 60⁴⁶. Возможно, подобная особенность российских советов директоров связана с относительно недавним переходом к рыночной модели экономики, поэтому люди, успешно адаптировавшиеся к

⁴⁴Родионов. И.И. Направления оценки работы совета директоров с учётом лучшей мировой практики [Электронный ресурс] / И.И. Родионов, И.В. Беликов // Акционерное общество – 2013. – № 6 (109). – Режим доступа: http://www.cfin.ru/investor/ao/bod_assessment.shtml (01.02.2016)

⁴⁵Российский индекс совета директоров. SpencerStuart. 2014 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/russiabiru16apr2015.pdf> (03.02.2016)

⁴⁶Там же.

ведению бизнеса в новых условиях, ещё достаточно молоды. Возвращаясь к конкретным примерам, отметим, что в ПАО «Аэрофлот» средний возраст члена совета директоров 47,2 года⁴⁷, а в ПАО «Лукойл» 68,1 года⁴⁸, что отражает разную практику российских компаний в данном отношении.

Другая сторона возрастного аспекта: длительность пребывания в совете директоров. Её также можно рассматривать двояко: большая продолжительность работы в качестве директора указывает на заинтересованность директора, уровень доверия, опыт, знание компании, её возможностей, понимание проблем и перспектив. Более того, срок исполнения директором своих обязанностей можно рассматривать как своеобразный показатель знаний об отрасли, в которой функционирует компания. За это время даже без наличия специального образования в данной области директор опытным путём приобрел некоторый багаж знаний относительно основных особенностей бизнеса в данной сфере. Однако зачастую длительное пребывание в совете директоров превращает директора в заинтересованного посредством установления с годами тесных связей с менеджментом и акционерами, с которыми по долгу службы директору нужно взаимодействовать. Более того, зачастую методы управления и взгляды на некоторые вопросы в изменяющейся среде у «долгожителя» совет директоров остаются неизменными и поэтому оказываются малоэффективными, неспособными принести пользу обществу. Если обратиться к практике, то, согласно опросу Spenser Stuart, среди 50 советов директоров крупнейших российских компаний средний срок пребывания директора в составе совет директоров сравнительно небольшой: 4,3 года, при этом неисполнительные директора служат в совете в среднем порядка 3,8 года, а исполнительные 6,3⁴⁹. Это может быть связано с тем, что у исполнительных директоров, которые помимо осуществления обязанностей членов совета директоров, работают в компании, устанавливаются более долгосрочные отношения с обществом. Говоря о конкретных примерах, заметим, что в ПАО «Аэрофлот» средняя продолжительность пребывания члена совета директоров на своём посту на конец 2014 г. составила 3 года⁵⁰, тогда как в ПАО «Лукойл» этот показатель был равен 9,5 годам, причём нужно отметить, что наибольший стаж равнялся 21 году⁵¹.

⁴⁷ Годовой отчёт ПАО «Аэрофлот» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.aeroflot.ru/cms/reports_item/369 (03.02.2016)

⁴⁸ Годовой отчёт ПАО «Лукойл» за 2014 г. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.lukoil.ru/materials/doc/AGSM_2015/LUKOIL_AR_rus_2014.pdf (03.02.2016)

⁴⁹ Российский индекс совета директоров. SpencerStuart. 2014 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/russiabiru16apr2015.pdf> (03.02.2016)

⁵⁰ Годовой отчёт ПАО «Аэрофлот» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.aeroflot.ru/cms/reports_item/369 (03.02.2016)

⁵¹ Годовой отчёт ПАО «Лукойл» за 2014 г. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.lukoil.ru/materials/doc/AGSM_2015/LUKOIL_AR_rus_2014.pdf (03.02.2016)

1.3. Структура совета директоров

Согласно нормам российского законодательства, в публичных акционерных обществах количественный состав совета директоров в обществах, где он избирается, не может быть менее 5 и определяется уставом или общим собранием акционеров. При этом данный орган обязан иметь от 7 и более членов в обществах, где акционеров более 1000, а в обществах, где число акционеров более 10 000, в совете директоров должно быть не менее 9 человек.⁵² Максимального размера совета директоров закононо об акционерных обществах не устанавливается. Кодекс корпоративного управления при этом указывает, что число директоров должно быть достаточным для возможности формирования комитетов, а также для того, чтобы у миноритарных акционеров была возможность проведения в совет директоров своего кандидата. Также кодекс отмечает, что количество членов совета директоров должно позволять организовать «плодотворную, конструктивную дискуссию, принимать взвешенные решения, а также наладить эффективную деятельность комитетов»⁵³.

В то же время в большом совете директоров нагрузку между директорами можно распределить так, чтобы охватить больший спектр вопросов при обсуждении. Более того, совет с большим числом директоров, как считают исследователи, лучше способен выполнять функцию мониторинга, поскольку в нём больше наблюдателей. Также большой совет директоров через своих представителей имеет более широкий круг полезных связей, обширный багаж знаний и опыта, который может помочь компании при получении доступа к ресурсам и информации. Однако коммуникации между большим числом директоров могут быть затруднительными: не каждого удастся вовлечь в дискуссию и получить от него необходимую отдачу. Считается, что меньшая группа работает слаженнее: её членам проще договориться друг с другом, поэтому меньше риск возникновения конфликтной ситуации, а значит, процесс принятия решений может происходить быстрее, и за время заседания появится возможность обсудить больший круг вопросов⁵⁴. Всё это свидетельствует о том, что при выборе размера совета директоров важно, соблюдая законодательные требования, придерживаться принципа «золотой середины».

На практике, согласно исследованию [И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская, 2013], средний размер совета директоров в российских компаниях равнялся 9.

⁵² Об акционерных обществах: федер. закон от 26.05. 1995 N 208-ФЗ : принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года : одобрен Советом Федерации 26 мая 1995 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_177708/ с экрана (12.01.2016)

⁵³ Кодекс корпоративного управления от 21.03.2014 В: Вестник Банка России № 40 (1518) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf> (15.05.2016)

⁵⁴ Romano G., Guerrini A. The effects of ownership, board size and board composition on the performance of Italian water utilities //Utilities Policy. – 2014. – Т. 31. – С. 18-28.

При этом следует отметить, что наиболее часто встречался совет директоров, в котором было 7 членов. По данным исследования «Российский индекс совета директоров Спенсер Стюарт», в более чем половине крупнейших российских компаний, включённых в исследование, размер совета директоров колебался от 9 до 11⁵⁵. По итогам исследования PwC средний размер совета директоров равнялся 10⁵⁶. Колебания результатов можно связать с различным размером компаний, которые входили в выборку исследований. В качестве конкретных примеров необходимо упомянуть, что в ПАО «Аэрофлот»⁵⁷, ПАО «Лукойл»⁵⁸ и ПАО «Ростелеком»⁵⁹ советы директоров по состоянию на конец 2014 г. состояли из 11 человек.

В законе об акционерных обществах не предусмотрено обязательство акционерных обществ создавать комитеты при совете директоров, однако в кодексе корпоративного управления такая рекомендация содержится. Более того, одно из требований к корпоративному управлению компаний, выходящих на фондовый рынок, содержащееся в Положении о деятельности организаций на рынке ценных бумаг, заключается в создании подобных комитетов. Цель их организации – предварительное рассмотрение наиболее важных вопросов и подготовка рекомендаций совету директоров по их принятию. Также комитет выступает площадкой для диалога между советом директоров, менеджерами и акционерами. Порой роль комитетов заключается в разгрузке совета директоров: именно они решают, стоит ли выносить те или иные вопросы на обсуждение всего совета директоров⁶⁰. Идея заключается в том, чтобы для более вдумчивого и детального анализа сфокусировать деятельность отдельных членов совета директоров на конкретных областях компетенции совета директоров. В связи с этим кодекс советует также установить ограничение на количество комитетов, в деятельности которых может принимать участие директор, однако с целью учёта различных мнений каждый комитет должен состоять, как минимум из трёх членов. Для более тщательной и компетентной проработки вопросов и повышения качества принимаемых решений рекомендуется привлекать к работе в комитетах сторонних экспертов и консультантов, которые не будут

⁵⁵ Российский индекс совета директоров. SpencerStuart. 2014 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/russiabiru16apr2015.pdf> (30.01.2016)

⁵⁶ Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях. PwC. 2012 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.pwc.ru/ru/boardsurvey.html> (30.01.2016)

⁵⁷ Годовой отчёт ПАО «Аэрофлот» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.aeroflot.ru/cms/reports_item/369 (30.01.2016)

⁵⁸ Годовой отчёт ПАО «Лукойл» за 2014 г. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.lukoil.ru/materials/doc/AGSM_2015/LUKOIL_AR_rus_2014.pdf (30.01.2016)

⁵⁹ Годовой отчёт ПАО «Ростелеком» за 2014 г. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=141&type=2> (30.01.2016)

⁶⁰ Королёв В.А. О комитетах совета директоров, или «Три кита» корпоративного управления / В.А. Королёв // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2011. – № 9

иметь право голоса на заседаниях, но смогут дать объективный и профессиональный совет. Ведущая роль в организации работы комитетов отводится председателю комитета. Поскольку его основной задачей выступает обеспечение объективности при разработке рекомендаций совету директоров, то предпочтительно, чтобы на его должность назначался независимый директор⁶¹.

Однако, как замечает российский исследователь и практик корпоративного управления В.А. Королёв, важно, чтобы комитеты не только существовали формально, что проявляется, в частности, в нерегулярных заседаниях комитетов, а также практике заочного участия членов комитетов в заседаниях, но и реально работали. Для должного функционирования комитетов, в первую очередь, необходимо, чтобы работающим был сам совет директоров. Также необходимо предусмотрение обязательного письменного заключения профильного комитета по вопросу, выносимому на рассмотрение совета директоров, утверждение советом директоров планов работы комитетов, который желательно увязать с планом работы «профильных» подразделений менеджмента: например, департаментом стратегического развития для комитета по стратегии и т.д.⁶² Другой практик российского корпоративного управления В. Вербицкий делает акцент на правильность внедрения комитетов в российское корпоративное управление ввиду отсутствия необходимого опыта. А также на вовлечение в работу комитетов менеджмента компании для повышения профессионализма принимаемых решений и адаптации «рекомендательно-совещательного» статуса комитетов в российских компаниях, привыкших к жёсткой иерархической структуре управления⁶³.

В своей статье В.А. Королёв также выделяет «три кита корпоративного управления» - три комитета, на которых базируется роль всего совета директоров. Комитет по стратегии отвечает за будущее развитие компании, комитет по аудиту, фокусирует внимание на отчётности компании и анализируют ошибки в её деятельности, а комитет по кадрам (назначениям) и вознаграждениям занимается подбором, мотивацией и мониторингом топ-менеджмента. Данные комитеты, согласно кодексу корпоративного управления и российской практике, основные, которые в первую очередь создаются в отечественных публичных обществах, однако не единственные. Кроме них, в кодексе корпоративного управления есть указания на возможность образования при совете

⁶¹ Кодекс корпоративного управления от 21.03.2014 В: Вестник Банка России № 40 (1518) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf> (15.05.2016)

⁶² Королёв В.А. О комитетах совета директоров, или «Три кита» корпоративного управления / В.А. Королёв // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2011. – № 9

⁶³ Вербицкий В. Из идеального реальному: Что действительно нужно компаниям для своей практики из corporate governance best practices. – Альпина Пабlishер, 2015.

директоров комитетов по корпоративному управлению, этике, управлению рисками, бюджету, здоровью, безопасности и окружающей среде⁶⁴. Мотивы для учреждения таких комитетов бывают различными. Часто комитет создаётся с целью контроля совета директоров за деятельностью менеджмента при осуществлении важной для компании функции, примером чего может служить комитет по закупкам или комитета по операционной деятельности. Более того, комитеты иногда могут выступать гарантами учёта интересов акционеров при прохождении компании через какой-либо важный этап её развития, как, например, комитет по реформе в РАО ЕЭС⁶⁵. Что касается других крупных компаний России, то одним из лидеров по количеству комитетов является ПАО АНК «Башнефть». Там помимо 3 «основных» комитетов при совете директоров образованы комитет по финансам, бюджету и рискам, комитет по охране труда, промышленной безопасности, экологии и социальной ответственности, комитет по корпоративному поведению, комитет по экспертизе проектов⁶⁶. В ОАО «Куйбышевазот», согласно годовому отчёту за 2014 г., вели работу такие комитеты, как комитет по аудиту, комитет по кадрам, вознаграждениям и социальной политике, комитет по стратегическому управлению, а также комитет по корпоративному управлению, работе с акционерами и общественностью⁶⁷. Однако с учётом того, что совет директоров выполняет в обществе функции стратегического управления, наиболее важным из комитетов представляется комитет по стратегии (стратегии и инвестициям).

В кодексе корпоративного управления комитет по стратегии упоминается в числе иных комитетов, помимо комитетов по аудиту, назначениям и вознаграждениям, которые обществам рекомендуется создавать с учётом масштаба деятельности и уровня рисков. Цель функционирования данного комитета кодекс определяет как «повышение эффективности деятельности общества в долгосрочной перспективе», задачи, выполняемые на пути достижения данной цели, выделены следующие:

- 1) Определение стратегических целей и контроль реализации стратегии:
 - a. разработка рекомендаций касательно дивидендной политики;
 - b. разработка рекомендаций относительно участия общества в других организациях;
 - c. оценка добровольных и обязательных предложений о выкупе акций;

⁶⁴ Кодекс корпоративного управления от 21.03.2014 В: Вестник Банка России № 40 (1518) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf> (15.05.2016)

⁶⁵ Королёв В.А. О комитетах совета директоров, или «Три кита» корпоративного управления / В.А. Королёв // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2011. – № 9

⁶⁶ Годовой отчёт ПАО АНК «Башнефть» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.bashneft.ru/files/iblock/faa/3_Godovoj_otchet_za_2014.pdf (05.02.2016)

⁶⁷ Годовой отчёт ОАО «Куйбышевазот» за 2014 г. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.kuazot.ru/colour.pdf> (05.02.2016)

- d. рассмотрение финансовой модели общества и оценка стоимости бизнеса общества;
 - e. рассмотрение вопросов реорганизации бизнес-процессов и изменения организационной структуры общества;
 - f. рассмотрение вопросов о ликвидации и реорганизации общества;
- 2) Оценка эффективности деятельности общества в долгосрочной перспективе.⁶⁸

Однако, несмотря на то, что в кодексе данному комитету отведена второстепенная роль, на практике комитет по стратегии становится в советах директоров одним из трёх ключевых наряду с комитетами по аудиту, вознаграждениям и назначениям. Это отмечается, в том числе и в Методических рекомендациях по организации работы совета директоров, которые как раз и подчеркивают различие между российской практикой корпоративного управления и опытом успешных компаний развитых рынков, где комитет по стратегиям обычно не создаётся. Подобную особенность объясняет концентрация собственности в отечественных компаниях, которые характеризуются тем, что владельцы крупных пакетов акций зачастую входят в совет директоров и хотят принимать активное участие в детальной выработке стратегии компании, а не только в контроле над её исполнением и определении основных направлений развития общества. В западных компаниях, где акционерное владение расплывлено, наоборот, разработкой стратегии обычно занимается менеджмент⁶⁹. С ориентацией на западный опыт корпоративного управления также, по всей видимости, связаны и рекомендации кодекса корпоративного управления, рассматривающего комитет по стратегии в числе прочих «необязательных комитетов».

Мотивом создания комитета по стратегии может служить и то, что не все директора хорошо знакомы со сферой, в которой компания ведёт свой бизнес. Также различие в багаже знаний и индивидуальных характеристиках, склонности к «стратегическому мышлению» между директорами могут сильно варьироваться. Более того, необходимо учитывать и предпочтения самих директоров, часть из которых хочет принимать активное участие в формулировании стратегии, а другие хотели бы больше сконцентрироваться на корректировке готовых предложений уже в ходе заседаний всего совета директоров⁷⁰.

⁶⁸ Кодекс корпоративного управления от 21.03.2014 В: Вестник Банка России № 40 (1518) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf> (15.05.2016)

⁶⁹ Методические рекомендации по организации работы Совета директоров в акционерном обществе [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://rosim.ru/documents/194281> (08.02.2016)

⁷⁰ Do your board need a committee strategy? Effective governance [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.effectivegovernance.com.au/does-your-board-need-a-strategy-committee/> (08.02.2016)

Характерной чертой комитета по стратегии, как отмечает практик и исследователь российского корпоративного управления В.А. Королёв, является то, что этот комитет служит площадкой для диалога между собственниками корпорации, менеджментом и советом директоров, поскольку для формулирования стратегии общества и оценки её реализации важно учесть мнение всех заинтересованных сторон. Также В.А. Королёв отмечает, что ввиду важности роли комитета, часто в него входят все члены совета директоров, тем самым расширяя поле для обсуждения стратегических вопросов⁷¹.

Что касается членства в данном комитете независимых директоров, то кодекс корпоративного управления не останавливается на данном вопросе, но, например, ещё один исследователь корпоративного управления В. Вербицкий рекомендует компаниям приглашать в совет директоров больше консультантов, которые участвовали бы в разработке стратегии компаний и даже возглавляли бы комитет по стратегии. Исследователь отмечает отсутствие у менеджмента российских компаний умения мыслить стратегически, чему их, в качестве членов совета директоров, и смогут научить консультанты. Кстати, Вербицкий также в ходе анализа кодекса корпоративного управления отмечает как «стратегическую ошибку» отсутствие среди трёх «обязательных» комитетов комитета по стратегии и подчёркивает, что для российских компаний данный комитет ввиду частого «нигилизма в отношении стратегического планирования» является наиважнейшим⁷².

Если переходить к разговору о конкретных компаниях, то нужно отметить, что по состоянию на конец 2014 г. в ПАО «Аэрофлот» при совете директоров функционировал комитет по стратегии, который провёл 5 заседаний. Они были посвящены вопросам реализации и корректировке стратегии компании, долгосрочной программе её развития, дивидендной политике, а также работе в отношении стратегического партнёрства с другими авиакомпаниями и расширению парка воздушных судов. Следует отметить также, что комитет состоял 6 директоров, один из которых был независимым. В работе комитета принимали участие члены правления общества, один из которых был заместителем генерального директора по стратегии и альянсам⁷³. Из этого можно сделать вывод о важности комитета для работы общества. Более того, подобная картина иллюстрирует описанный выше принцип тесной координации работы комитетов с профильными департаментами общества. В ПАО «Лукойл» ситуация несколько иная, она

⁷¹ Королёв В.А. О комитетах совета директоров, или «Три кита» корпоративного управления / В.А. Королёв // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2011. – № 9

⁷² Вербицкий В. Из идеального реальному: Что действительно нужно компаниям для своей практики из corporate governance best practices. – Альпина Пабlishер, 2015.

⁷³ Годовой отчёт ПАО «Аэрофлот» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.aeroflot.ru/cms/reports_item/369 (08.02.2016)

отражает также распространённую в российской корпоративной практике ситуацию, когда в работе комитета по стратегии особо выделена функция принятия решений об инвестициях, по причине чего комитет в данном случае называется «комитет по стратегии и инвестициям». Отметим, что этот комитет в 2014 г. провёл 10 заседаний, причём, только одно в заочной форме, однако 4 заседания были посвящены вопросам, рассмотренным только комитетом, и лишь 6 тем, которые после выносились на обсуждение совета директоров. Что касается состава комитета по стратегиям и инвестициям, то в него входило 5 директоров, трое из которых были независимыми⁷⁴.

Продолжая тему принятия советом директоров решений об инвестициях, необходимо подчеркнуть, что для многих компаний стратегическим решением в этом направлении становятся решения об инвестировании в научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки (НИОКР). Так, в 2014 г. совет директоров ПАО «Газпром» рассмотрел и утвердил отчёт о ходе реализации Программы инновационного развития в рамках приоритетных направлений деятельности компании в 2013 г. И, утвердив бюджет на 2014 г., направил на финансирование НИОКР рекордную в истории деятельности компании сумму – 10,82 млрд. руб.⁷⁵ Подобные объёмы инвестирования могут свидетельствовать об исключительной важности и актуальности НИОКР для компании.

Таким образом, комитеты совета директоров являются инструментом, с помощью которого совет директоров осуществляет свои функции по управлению обществом. Они позволяют координировать его работу, повышать качество принимаемых решений, а при их принятии способствовать соблюдению учёта интересов стейкхолдеров общества. Однако очень важно, чтобы комитеты совета директоров не просто существовали на бумаге, а на практике осуществляли предписанный им формально функционал на профессиональном уровне, чтобы за счёт качественного корпоративного управления принимались наилучшие для общества решения.

Выводы по первой главе

Совет директоров является одним из ключевых механизмов корпоративного управления в российских публичных компаниях. Выступая гарантом соблюдения интересов собственников, и осуществляя мониторинг деятельности исполнительных органов, совет директоров сосредотачивает своё внимание на стратегическом аспекте

⁷⁴ Годовой отчёт ПАО «Лукойл» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.lukoil.ru/materials/doc/AGSM_2015/LUKOIL_AR_rus_2014.pdf (08.02.2016)

⁷⁵ Годовой отчёт ПАО «Газпром» за 2014 г. - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gazprom.ru/f/posts/05/298369/gazprom-annual-report-2014-ru.pdf> (08.02.2016)

деятельности компании. Решения совета директоров во многом зависят от его композиции (присутствие исполнительных, неисполнительных и независимых директоров, гендерный, возрастной состав, образование, опыт, срок исполнения полномочий, национальная принадлежность директоров), и структуры (размер, наличие комитетов). Спецификой российских публичных компаний является создание при совете директоров комитета по стратегии.

ГЛАВА 2. ПОКАЗАТЕЛИ ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ИННОВАЦИОННО-АКТИВНЫХ КОМПАНИЙ

2.1. Показатели финансовой результативности компании

В научной литературе имеют место различные точки зрения на такие понятия, как «effectiveness», «efficiency», «efficacy», связанные с их толкованием. Согласно одной из трактовок, «efficiency» (эффективность) подразумевает достижение лучшего результата при минимальных затратах, «efficacy» (действенность) есть способность получить заданный эффект вне зависимости от затраченных для этого ресурсов, а «effectiveness», сохраняя связь между конечным результатом и понесенными затратами, называют «конечной эффективностью». Однако часто effectiveness переводится на русский язык как «результативность». Например, в русскоязычной версии ISO/IS 9000:2000 данный термин трактуется именно так, и под ним понимают степень достижения запланированных результатов. Схожей точки зрения придерживается и О.М. Удовиченко, которая определяет результативность (effectiveness) как адекватность поставленным целям, способность достигать требуемого результата⁷⁶. О.М. Удовиченко опирается в своей классификации на книгу К.Ф. Парментера «Key Performance Indicators»⁷⁷. Согласно идеологии К.Ф. Парментера, понятие KPI (Key Performance Indicators) на самом является составным и делится на три группы показателей:

1. Key Result Indicators (KRI) – это показатели результативности, которые определяют, были ли достигнуты поставленные цели. KRI дают картину общего положения дел в компании и оценивают правильность её движения. Примерами KRI могут выступать чистая прибыль, доходность оборотного капитала и т.д. Таких показателей лучше иметь не больше 10.
2. Key Performance Indicators (KPI) – это «истинные» показатели эффективности, которые заставляют каждого сотрудника в компании работать лучше и являются для компании жизненно важными. KPI должны соответствовать следующим характеристикам:
 - нефинансовый показатель;
 - измеряется ежедневно;
 - находится под контролем топ-менеджмента;

⁷⁶ Удовиченко О.М. 2014. «Показатели эффективности: системный подход», Деловой завтрак с преподавателем ВШМ СПбГУ для руководителей компаний, видео-лекция от 25.04.2014 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.youtube.com/watch?v=5Vtjixq_3Y4

⁷⁷ Parmenter D. Key Performance Indicators / Parmenter D. – Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2007. – 255 p.

- весь персонал понимает, что влияет на этот показатель и как он измеряется;
- значительно влияние этого фактора на ключевые показатели успеха;
- KPI позитивно влияет на показатели результата;

Следует отметить, что число показателей подобного типа не должно быть больше 10, а в кризис рекомендуется оставлять 1 или 2.

3. Performance Indicators (PI) – производственные показатели, более подробно характеризующие внутреннюю деятельность компании, из числа которых отбираются показатели результативности деятельности. В компании их может насчитываться порядка 80.

Таким образом, при оценке финансовой деятельности компании, согласно данной классификации, нужно обращаться к показателям результативности деятельности, а точнее к их финансовой подгруппе. Однако очень часто в исследованиях зарубежных специалистов, при выборе финансовых показателей деятельности компании пользуются термином «firm performance», опуская споры о принадлежности этого понятия к категориям «efficiency», «effectiveness». Также некоторыми авторами отмечается несоответствие понятий «performance» и «эффективность», в то время как «результативность», не имея в отличие от «эффективности» устоявшегося научного значения может использоваться в более широком смысле⁷⁸. Кроме того, в русскоязычных исследованиях термин «финансовая результативность» является более распространённым (например, [И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, Д.Н. Фахритдинова, 2014; И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская, 2013]), поэтому именно понятие «результативность» будет использоваться в данной работе.

Затрагивая вопрос выбора финансового показателя результативности деятельности компании, компания Pricewaterhousecoopers, к примеру, выпустила в 2013 г. руководство по определению Key Performance Indicators (KPI) для компаний Великобритании. Согласно данным рекомендациям, ключевые показатели результативности подразделяются в зависимости от отрасли, в которой функционирует компания. Так, для компаний из сферы банковского дела предлагается уделять особое внимание показателям достаточности капитала (capital adequacy). Для отрасли производства и переработки нефтепродуктов решающее значение должны иметь затраты на капитал (capital expenditure). Данное руководство, однако, не предоставляет в распоряжение компаний

⁷⁸ Черемушкин С. В. Управление финансовой результативностью: теория и практика (часть 2) // Управление корпоративными финансами. – 2011. – Т. 6. – С. 274-299.

конкретных инструментов количественного измерения результативности, а лишь задаёт направления их поиска, подчёркивая, что набор данных показателей уникален для каждой компании, однако их число должно находиться в интервале от 4 до 10⁷⁹.

Тем не менее, самыми распространёнными показателями финансовой результативности деятельности компаний являются следующие:

1. Рентабельность инвестиций акционеров (Total shareholders return – TSR)

$$TSR = \frac{P_1 - P_0 + D}{P_0} * 100\%$$

где P_1 – цена акции в конце периода, P_0 – цена акции в начале периода, D – выплаченные в течение периода дивиденды.

Показатель, который может быть вычислен только для публичных компаний, отражает норму доходности акционеров, полученную в результате изменения курса акций, а также начисления дивидендов. Его значения в большей мере зависят от изменений на фондовом рынке, чем от конкретных управленческих решений, поэтому TSR чаще используется для целей относительного анализа между компаниями данной отрасли. Тем не менее, положительное значение этого показателя говорит о том, что рынок благоприятно отреагировал на решения топ-менеджмента в указанный период. Значение TSR определяется нормой прибыли на инвестированный капитал, которая обеспечивает рост курса акций и увеличение денежного потока. К недостаткам совокупной акционерной доходности можно причислить то, что TSR не принимает в расчёт риски, понесённые компанией, тогда как получение большей прибыли может быть сопряжено и с большими рисками, из чего нельзя сделать вывод о большей финансовой результативности приведшего к этому решения. Величина TSR существенно зависит от выбора начального периода измерения цены акции⁸⁰. Одно из ограничений TSR состоит в том, что данный показатель скорее учитывает ожидания относительно будущего компании, чем тот уровень результативности, которого она достигла за данный период.⁸¹ Более того, даже хорошая работа топ-менеджмента при ориентации на этот показатель может быть не заметна вследствие неблагоприятной рыночной конъюнктуры.

⁷⁹ Guide to key performance indicators. Communicating the measures that matter. Corporate reports. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/corporate-reporting/assets/pdfs/UK_KPI_guide.pdf (23.02.2016)

⁸⁰ Совокупная доходность акционеров [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://balanced-scorecard.ru/vbm/method/230> (23.02.2016)

⁸¹ Measuring long-term performance [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/measuring_long-term_performance (13.02.2016)

2. Экономическая добавленная ценность (Economic value added – EVA)

$$EVA = NOPLAT - WACC * IC = (ROIC - WACC) * IC$$

где NOPLAT (Net operating profit less adjusted taxes) – чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов, WACC (Weighted average cost of capital) – средневзвешенная стоимость капитала, IC (Invested capital) – инвестированный капитал, ROIC (Return on invested capital) – рентабельность инвестированного капитала.

Р. Брейли и С. Майерс делают акцент на EVA (чистая прибыль после вычета денежного дохода, требуемого инвесторами) как на показателе, позволяющем выявить предприятия и подразделения, создающие много экономической добавленной стоимости. EVA помогает определить, каким активам можно найти более достойное применение, а также показывает, смогла ли компания аккумулировать больше прибыли, чем было затрачено средств на её получение. Также системы поощрения, создаваемые с использованием этого показателя, мотивируют менеджеров к принятию обоснованных и здравых инвестиционных решений и поэтому снискали большую популярность во внутренних оценках деятельности управленческого персонала⁸². Большое количество работ посвящено этому показателю. Так, Дж. С. Уоллес⁸³ обнаружил, что до начала использования EVA менеджеры были склонны сокращать инвестиции, выделять избыточные средства на выплаты инвесторам, истощая активы и т.д. Говоря о недостатках данного показателя, следует отметить, что он не принимает во внимание будущие денежные потоки, значит, может оценить только текущие успехи компании, не учитывая возможных будущих выгод от принятия невыгодных решений на данном этапе. Более того, как и предыдущий показатель, EVA, которая связывает результативность менеджмента с рыночной оценкой компании, подвержена влиянию рыночной конъюнктуры. По этой причине на фоне рецессии экономики, несмотря на хорошую результативность компании и действия менеджмента, данный показатель будет иметь низкое значение.

3. Рентабельность инвестированного капитала (Return on invested capital – ROIC)

$$ROIC = \frac{\text{Operating Income} * (1 - \text{tax rate})}{\text{Invested Capital}}$$

⁸² Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М. : Олимп-бизнес, 1997. Гл. 12.

⁸³ Wallace J. S. Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for?

//Journal of Accounting and Economics. – 1997. – Т. 24. – №. 3. – С. 275-300.

где Operating Income – операционная прибыль, tax rate – ставка налога на прибыль, Invested Capital – суммарный инвестированный капитал.

Рентабельность инвестированного капитала представляет собой отношение операционной прибыли компании к среднегодовой величине суммарного инвестированного в активы компании капитала. Соответственно, чем больше величина данного показателя, тем больше компания смогла аккумулировать операционной прибыли на инвестированный в активы капитал. То есть данный показатель позволяет определить, насколько результативно менеджмент инвестирует в основную деятельность компании. Относительность показателя является как его преимуществом, так и недостатком, поскольку большое значение ROIC может достигаться за счёт небольшой прибыли в абсолютном выражении и при этом почти полного отсутствия инвестиций, что говорит о застое в развитии организации. Одновременно с этим показатель позволяет сравнивать компании разного размера по эффективности использования вложенных средств. ROIC достаточно просто рассчитать, он широко распространён, однако, как и TSR, не принимает в расчёт рисков, которые были взяты для достижения определённого значения прибыли. Более того, ROIC оценивает управление в краткосрочном, а не долгосрочном плане и чаще применяется для оценки деятельности подразделений внутри организаций, а не компании в целом.⁸⁴ Также этот показатель нечувствителен к масштабам деятельности компании. Так, небольшая компания со значением этого показателя, равным 30%, кажется более успешной, чем гигантская фирма, у которой он достигает 20%⁸⁵.

4. Прибыль до вычета расходов по процентам, по налогу на прибыль и амортизационных отчислений (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – EBITDA)

$$EBITDA = EBIT + (Interest + Depreciation + Amortization)$$

где EBIT – прибыль (убыток) до налогообложения, Interest – проценты к уплате, Depreciation – амортизация основных средств, Amortization – амортизация нематериальных активов.

EBITDA служит для определения конкурентоспособности и результативности деятельности компании вне зависимости от размера задолженности по кредитам, налогового режима и способа расчёта амортизационных отчислений. Этот показатель отражает количество денежных средств, которое организация получила по результатам

⁸⁴ Damodaran A. Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): Measurement and implications //Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications (July 2007). – 2007.

⁸⁵ Measuring long-term performance [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/measuring_long-term_performance (13.02.2016)

своей операционной деятельности. EBITDA позволяет проводить сравнительный анализ предприятий, работающих в одной отрасли, вне зависимости от размеров, долговой нагрузки и налогового режима, при этом важны только тип деятельности и операционные результаты. Более того, исключая амортизационные начисления, EBITDA даёт возможность увидеть реальную картину операционных расходов, поскольку деньги, списываемые на амортизацию, в реальности никуда не тратятся. Однако в этом заключается и существенный недостаток данного показателя, поскольку оборудование, активы, с помощью которых осуществляется основная деятельность предприятия, изнашиваются и стареют. Не учитывая амортизацию, данный показатель не принимает во внимание, отрицает необходимость замены и ремонта оборудования, в результате чего менеджмент компании не откладывает на это деньги уже сегодня, что в будущем может привести к весьма плачевным результатам. Более того, EBITDA – абсолютный показатель, поэтому при сравнении разномасштабных компаний не может давать объективные результаты оценки результативности их деятельности. В связи с этим при оценке результативности деятельности компании в долгосрочной перспективе данный показатель применять не рекомендуется⁸⁶.

5. Рентабельность акционерного капитала (Return on equity - ROE)

$$ROE = \frac{Net\ Income}{Shareholder's\ Equity} * 100\%$$

где Net Income – чистая прибыль за период, Shareholder's Equity – средняя величина акционерного капитала за период

Рентабельность акционерного капитала представляет собой отношение чистой прибыли компании за период к средней величине акционерного капитала за этот период. Данный показатель позволяет определить результативность использования капитала, инвестированного собственниками бизнеса, поэтому зачастую считается самым важным и наиболее распространенным показателем результативности. Однако его применение также сопряжено с рядом ограничений. Помимо сходных с ROIC недостатков, необходимо также отметить, что доход компании формируется за счёт продаж продукции, а не собственного капитала. Более того, собственный капитал обычно представляет собой резервную подушку безопасности для компании, является гарантом платёжеспособности и финансовой устойчивости, тогда как хозяйственная деятельность организации

⁸⁶ Захаров А.А. Стоит ли применять EBITDA при оценке финансовых результатов? [Электронный ресурс] / А.А. Захаров // Планово-экономический отдел – 2012 – № 12 – Режим доступа: http://www.profiz.ru/peo/12_2012/primenenie_ebitda/ (22.05.2016)

осуществляется за счёт заёмных средств, которые данный показатель не учитывает⁸⁷. Важно подчеркнуть, что растущий долг и выкуп акций могут поддерживать значение этого показателя на достаточно высоком уровне, несмотря на то, что прибыль будет снижаться⁸⁸.

6. Рентабельность активов (Return on assets - ROA)

$$ROA = \frac{Net\ Income + i * (1 - t)}{Total\ Assets} * 100\%$$

где Net Income – чистая прибыль за период, i – проценты к уплате, t – ставка налога на прибыль, Total Assets – средняя величина совокупных активов за период

Ещё один показатель финансовой результативности деятельности компании – коэффициент рентабельности активов. Он является лучшей мерой результативности по сравнению с измерителями, основанными на показателях прибыли из отчёта о прибылях и убытках, как, например, рентабельность продаж⁸⁹. Этот показатель учитывает активы, которые были использованы для реализации бизнес-проектов компании. Использование ROA показывает способность компании генерировать прибыль без учёта структуры капитала. Иначе говоря, чем выше значение данного показателя, тем лучше «работают» активы компании, что сказывается на величине прибыли. Соответственно компаниям, чья специфика ведения бизнеса подразумевает наличие значительных активов на балансе, приходится аккумулировать большую величину чистой прибыли, чтобы поддерживать этот коэффициент на уровне, сравнимом со значением ROA компаний, которым не требуется большая величина активов для осуществления деятельности. В связи с этим многие компании предпочитают отдавать весомую часть активов, обеспечивающих производства продукции и её транспортировку на аутсорсинг, таким образом, повышая ROA. Подобная практика вынуждает менеджеров компании оставлять у компании только те активы, которыми они могут управлять наиболее эффективно⁹⁰. Необходимо добавить, что значение коэффициента рентабельности активов может расти по причине увеличения рентабельности продаж, роста чистой прибыли, а также роста тарифов на товары и продукцию, которые реализует компания.

⁸⁷ Burja V., Mărginean R. The Study of Factors that may Influence the Performance by the Dupont Analysis in the Furniture Industry //Procedia Economics and Finance. – 2014. – Т. 16. – С. 213-223.

⁸⁸ Damodaran A. Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): Measurement and implications //Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications (July 2007). – 2007.

⁸⁹ Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. – СПб. : Издат. дом С.-Петербур. гос. ун-та, 2006.

⁹⁰ Success or struggle: ROA as a true measure of business performance [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www2.deloitte.com/us/en/pages/center-for-the-edge/articles/shift-index-return-on-assets-business-performance.html> (01.04.2015)

Таким образом, идеальный показатель, измеряющий результативность деятельности компании, найти нельзя: использование каждого сопряжено со своими достоинствами, недостатками и различными допущениями. Поэтому наиболее приемлемым выходом в данной ситуации является обращение к опыту исследователей, работавших с различными видами показателей при решении схожих задач. Соответствующий анализ обусловил выбор в качестве показателя финансовой результативности деятельности компании рентабельность активов (ROA), как наиболее часто используемого в работах, связанных с определением финансовой результативности деятельности инновационно-активных компаний: [Е. Pantagakis, D. Terzakis, S. Arvanitis, 2014, Z. Zhu, F. Huang, 2012, B. Beld, 2014, Nishi T., 2015 и др].

2.2. Инновационная активность и финансовая результативность компании

Ключевым понятием для определения инновационной активности компаний является термин «инновация». Классическим считается определение инноваций, которое привёл в своей книге «Теория экономического развития» Й. Шумпетер. Он отметил, что инновации представляют собой коммерциализацию новых комбинаций, основанных на:

- 1) создании нового товара или услуги;
- 2) использовании нового метода производства, что также включает новые способы коммерциализации продукта;
- 3) внедрении в производство новых материалов и компонентов (сырья, например);
- 4) проникновении на новые рынки сбыта, вне зависимости от того, существовали ли они ранее или нет;
- 5) установлении новых организационных форм⁹¹.

Таким образом, понятие инновации включает в себе две составляющие: технологическую в форме производства нового товара или открытия нового метода производства и бизнес-составляющую в форме коммерциализации изобретения, разработанного техниками.

Среди более современных определений инновации, наиболее востребованными считаются следующие:

- 1) инновация – «разработка и внедрение новых и усовершенствованных продуктов и услуг, процессов систем, организационных структур и бизнес-моделей в целях

⁹¹ Шумпетер Й.А. 2008. *Теория экономического развития*. М.: Директмедиа Паблишинг

создания новой потребительской ценности, улучшения финансовых результатов и повышения производительности»⁹²;

- 2) инновация – «результат сложного процесса трансформации первичной идеи в конечный продукт, услугу, метод производства, имеющий практическую значимость и приносящий прибыль и, как следствие, создающий возможность получения компанией конкурентного преимущества»⁹³.

Первое из данных определений описывает инновацию как процесс, тогда как второе делает акцент на результате, первое сразу говорит о повышении финансовой результативности компании, а второе указывает на причину этого – получение конкурентного преимущества. Здесь следует добавить, что степень определения инновациями конкурентоспособности компании формирует логику их проведения и мотивацию к этому процессу. Так, если финансовая результативность компании зависит исключительно от доступа к природным ресурсам и рынку, внедрение инноваций вряд ли будет для неё интересным. В то же время компании, результативность деятельности которых напрямую связана с новыми продуктами, к примеру, интенсивно заняты технологическим обновлением, инвестированием в научные исследования и т.д.

Согласно концепции инновации на предприятии по Руководству Осло, каждая инновация характеризуется:

- 1) неопределённостью, когда никто не знает, сколько времени уйдёт на реализацию инновации и окажется ли она в итоге успешной;
- 2) инвестициями, которые выражаются в форме приобретения основных средств, материалов, выплаты заработной платы рабочим и т.д.;
- 3) «текучестью», под которой понимается то, что результаты инновационной деятельности компании подвержены имитации и заимствованию извне;
- 4) использованием новых знаний или новых комбинаций уже существующих знаний;
- 5) нацеленностью на повышение результативности деятельности компании посредством получения уникального конкурентного преимущества за счёт повышения спроса на продукцию компании или снижения затрат, а также повышения способности к проведению инновационной деятельности⁹⁴.

⁹² Руководство Осло. Рекомендации по сбору и анализу данных по инновациям // Вопросы измерения научно-технической деятельности – 3-е изд. – М.: совместная публикация ОЭСР и Евростата, 2010 – 107 с.

⁹³ Manual F. Proposed standard practice for surveys on research and experimental development. // OECD – 2002.

⁹⁴ Рекомендации по сбору и анализу данных по инновациям // Вопросы измерения научно-технической деятельности – 3-е изд. – М.: совместная публикация ОЭСР и Евростата, 2010 – 107 с.

В последнем пункте сформулирована основная причина того, почему компании занимаются разработкой и реализацией инноваций. Также отметим, что согласно одной из классификаций, инновации в компаниях, по сути, выполняют три функции:

- 1) воспроизводственную, в рамках которой покрывают затраты на свою разработку и внедрение;
- 2) инвестиционную, принося прибыль, предоставляют ресурсы для инвестирования в новые возможности;
- 3) стимулирующую, когда выступают стимулом к созданию новых инноваций⁹⁵.

Однако, несмотря на то, что функции инноваций могут быть различными, все они способствуют достижению цели существования коммерческой компании, а именно – повышению финансовой результативности её деятельности посредством создания конкурентного преимущества, которое позволит компании присваивать ренты, недоступные конкурентам, которые получили название «шумпетерианских рент» или «рент инноватора»⁹⁶.

Инновации представляют собой успешные научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки, поэтому являются результатом вложений в НИОКР. Для предприятий, существует две альтернативы получения инноваций: либо инвестировать средства в разработку инноваций внутри компании самостоятельно, создавая подразделения НИОКР, либо приобретать результаты инновационной деятельности других организаций и адаптировать их с учётом собственных нужд и особенностей. Однако в обоих случаях «все научные, технологические, организационные, финансовые и коммерческие действия, реально приводящие к осуществлению инноваций или задуманные с этой целью», будут называться инновационной деятельностью. Таким образом, инновационной компанией называется компания, занимающаяся инновационной деятельностью, то есть внедряющая инновации любого типа. Данное понятие, однако, несколько отличается от понятия инновационно-активных компаний, которое используется в настоящей работе. Дело в том, что для цели исследования необходимо, чтобы внедрённая инновация оказалась коммерчески успешной, поэтому в нашей интерпретации инновационно-активные компании – те, которые могут воспользоваться результатами своей инновационной деятельности в отчётном периоде.

⁹⁵ Сафронов И. В. Понятия "инновация" и инновационная деятельность: сущность и содержание // Вопросы современной науки и практики. Университет им. В.И. Вернадского. – 2008. – №. 4. – С. 14.

⁹⁶ Назарычева Т.М. Инновационная рента: сущность, виды, механизм формирования и распределения в инновационной экономике [Электронный ресурс] / Т.М. Назарычева // Инновации. Инвестиции – 2013. – № 49 –Режим доступа: <http://uecs.ru/uecs49-492013/item/1934-2013-01-15-06-56-41?pop=1&tmpl=component&print=1> (22.05.2016)

Инновационная деятельность, которую часто характеризуют как инвестиции в то, что может окупиться в будущем, достаточно сильно варьируется в зависимости от отрасли сущностью разработок, скоростью изменений, доступом к знаниям, организационными структурами и институциональными факторами. Более того, в сфере услуг, например, инновационная деятельность зачастую превращается в непрерывный процесс последовательных изменений в процессах и продуктах. Говоря о конкретных отраслях, заметим, что согласно недавнему мониторингу инновационной активности, наибольший процент предприятий, определивших для себя инновации как фактор, необходимый для выживания в своей сфере деятельности, принадлежал к транспортной отрасли, машиностроению, строительному сектору, химической промышленности и информационным технологиям⁹⁷. Также, в соответствии с опросами, инновации в бизнес-процессах наиболее характерны для отрасли телекоммуникаций и переработки природных ископаемых, тогда как инновации в продуктах преобладают в сфере строительства и транспорта. Продуктовые инновации, в свою очередь, наиболее важны для металлургии⁹⁸.

Примерами российских компаний, осуществляющих инновационную деятельность, могут служить ПАО «Аэрофлот» и ПАО «Лукойл». Так, ПАО «Аэрофлот» в 2014 г. создал и испытал «кольцевую схему автоматического включения резерва электроснабжения», которая позволила повысить надёжность энергосбережения с минимальными капитальными вложениями. Более того, была закончена работа над программами «Исследование применения технологий комбинированной реальности для тренинга и тестирования авиадиспетчеров старта, руления и посадки», «Исследование применения технологий комбинированной реальности для тренинга и тестирования персонала службы спецтранспорта аэропорта», целью которых являлось повышение качества работы сотрудников компании⁹⁹. ПАО «Лукойл» заявляет в своём годовом отчёте, что в 2014 г. были испытаны 173 новые технологии в производственном процессе¹⁰⁰.

Таким образом, инновационная деятельность призвана обеспечить компании конкурентное преимущество, но как связана инновационная активность компании с её финансовой результативностью? Подобным вопросом задавались многие исследователи и часто приходили к противоречащим друг другу результатам. Так, положительный

⁹⁷Инновационная активность субъектов инновационного процесса Мониторинг. // Информационный бюллетень. 2014. – Национальный исследовательский институт ВШЭ и Институт статистических исследований и экономики знаний – № 2 – С. 1-4.

⁹⁸Праздничных А.М. Построение инновационной экономики для будущего / А.М. Праздничных // Российский журнал менеджмента – 2011 – № 2 – С. 107 - 150

⁹⁹Годовой отчёт ПАО «Аэрофлот» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.aeroflot.ru/cms/reports_item/369 (22.02.2016)

¹⁰⁰Годовой отчёт ПАО «Лукойл» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.lukoil.ru/materials/doc/AGSM_2015/LUKOIL_AR_rus_2014.pdf (22.02.2016)

характер данной взаимосвязи был получен в целом ряде работ: [Doukas and Switzer, 1992, Chauvin and Hirschey; 1993, Szewczyk et al, 1996; Bae and Noh, 2001; Bae et al., 2008]. В то же время [Mank and Nystrom, 2001; Lin and Chen, 2005] и ряд других исследователей обнаружили негативный характер данной взаимосвязи. В работе [E. Pantagakis, D. Terzakis, S. Arvanitis, 2014] формулируются гипотезы о положительной связи между интенсивностью инвестиций в НИОКР и финансовой результативностью компании, а также о положительной связи между интенсивностью инвестиций в НИОКР и рыночной стоимостью компании. Они основываются на предположении о том, что полученные посредством научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ инновации могут стать конкурентным преимуществом компании и способствовать повышению прибыли, а также сократить издержки и повысить ценность фирмы. Однако авторы подвергают сомнению линейный характер последней взаимосвязи и формулируют дополнительно гипотезу о нелинейном характере взаимосвязи между интенсивностью инвестиций в НИОКР и рыночной стоимостью компании. Проверка вышеперечисленных гипотез проходила на данных по 39 компаниям из стран ЕС, функционирующим в отрасли высоких технологий, за пятилетний период. В результате была обнаружена негативная связь между ROA, который в данном случае являлся показателем результативности деятельности компании, и величиной инвестиций в НИОКР. Исследователи связывают это с тем, что инвестиции в НИОКР окупаются не сразу и в первый год связаны в основном с затратами, а не прибылями. Однако гипотеза о положительной взаимосвязи между интенсивностью вложений в НИОКР и рыночной стоимостью компании подтвердилась. Здесь объяснением служат положительные ожидания рынка относительно инновационной активности компании, которые способствуют повышению цены акции. Более того, авторы установили, что оптимальным является выделение 41% выручки в качестве инвестиций в НИОКР для достижения максимального прироста рыночной стоимости. Авторы другой аналогичной статьи С. Huang и S. Chen получили значения, равные 13% величины инвестиций в НИОКР для достижения максимального прироста величины рыночной стоимости, выраженной Q Тобина, и 20% величины инвестиций в НИОКР для достижения максимального прироста результативности деятельности, которая выражалась ROA.

В статье [B. Beld 2014] гипотезы исследования постулируются схожим образом, однако компании делятся на производственные и сервисные из предположения, что для производственных компаний НИОКР важнее. Исследование проводилось на 158 производственных компаниях и 230 компаниях сферы услуг из Бельгии, Нидерландов и Люксембурга. В результате исследования, предполагавшего нелинейный характер связи между интенсивностью вложения в НИОКР и результативностью деятельности компании,

было установлено, что оптимальная величина вложений в НИОКР в год – 12% от величины годовой выручки (по всей выборке компаний). Однако другие гипотезы исследования, как относительно различий между сервисными компаниями и производственными, так и в отношении взаимосвязи между интенсивностью инвестиций в НИОКР и рыночной стоимостью компании, не подтвердились.

В работе [Z. Zhu, F. Huang, 2012] приводятся причины, по которым некоторые аналогичные исследования оказались несостоятельными:

- 1) часто исследователи не принимают во внимание то, что вложения в НИОКР не сразу улучшают результативность компании, и используют для анализа данные об инвестициях в НИОКР и результативности деятельности одного года, тогда как между ними необходим временной лаг;
- 2) исследователи не учитывают то, что на отрасли разной промышленности инвестиции в НИОКР действуют по-разному. Возможно, исследования стоит проводить отдельно для компаний каждой отрасли;
- 3) раскрытие информации об инвестициях в НИОКР (по крайней мере, для Китая, на компаниях которого авторы базируют свое исследование) было необязательным до недавнего времени, поэтому компании могли разглашать сведения только о тех инвестициях, которые в глазах инвесторов, собственников, общественности выставляли менеджеров в выгодном свете.

Говоря о положительных сторонах финансовых вложений компаний в НИОКР, авторы делают акцент на том, что инвестиции в НИОКР – двигатель в создании инноваций, которые могут помочь усовершенствовать продукт или услугу, дать монопольную власть их владельцу. Более того, успешные инновации могут создать новые рынки, сегменты продуктов и услуг, барьеры для входа новых игроков, стимулировать спрос и т.д. Исследователи также приходят к выводу о том, что инновации, получаемые посредством вложений в НИОКР суть новые знания и технологии, которые могут стать основой конкурентного преимущества. Это особенно важно для развивающихся экономик, которые пока недостаточно успешны в конкурентной борьбе с экономиками развитых стран. Основываясь на данных предпосылках, авторы выбрали для своего исследования 106 китайских компаний из отрасли ИТ, для которых инвестиции в НИОКР имеют наибольшую значимость. По результатам исследования подтвердилась основная гипотеза исследования о положительной взаимосвязи между интенсивностью инвестиций в НИОКР и результативностью деятельности компании.

В целом, как видим, результаты исследования взаимосвязи между интенсивностью вложений в НИОКР и финансовой результативностью компании различаются. Это может

быть обусловлено целым рядом причин, среди которых – страновые особенности вложений в НИОКР, отраслевой аспект различного срока отдачи от данного типа инвестиций, выбор различных показателей финансовой результативности. Однако целый ряд исследователей отмечает, что инвестирование в НИОКР целью которого является разработка и внедрение инноваций, за счёт которых достигается конкурентное преимущество, не может бесконечно сочетаться с ростом показателей финансовой результативности. Во-первых, потому что ресурсы любой фирмы ограничены и сколько бы новых успешных научных разработок компания ни получила, внедрить их все с высокой положительной отдачей нельзя. Во-вторых, инновации могут быть скопированы конкурентами и тогда по определению перестанут быть источником конкурентного преимущества. Закон убывающей отдачи также служит подтверждением данному тезису. Следовательно, инвестирование в НИОКР лишь до определённого размера вложений связано с увеличением показателей финансовой результативности, далее отдача носит негативный характер. Таким образом, первая гипотеза научного исследования имеет следующий вид:

Гипотеза 1. Интенсивность вложений в НИОКР нелинейно связана с финансовой результативностью инновационно-активных компаний.

2.3. Взаимосвязь между инновационной активностью компаний и характеристиками совета директоров

Исследование данной взаимосвязи являлось объектом многих научных работ, результаты которых отличаются друг от друга. Так, [Baysinger & Hoskisson, 1990] пришли к выводу о положительном характере взаимосвязи доли независимых директоров в совете директоров и интенсивности вложений в НИОКР, в то время как [Gilson & Kraakman, 1991; Hill & Snell, 1988; Hoskisson, Hitt, Johnson, & Grossman, 2002] установили, что данная взаимосвязь негативна. В статье [T. Yoo, T. Sung, 2014] одной из гипотез выступает предположение, что чем больше независимых директоров в совете директоров, тем интенсивнее вложения в НИОКР. Эта проблематика особенно актуальна для Кореи, где многие фирмы являются семейными компаниями и контрольный пакет акций принадлежит родственникам. Они, соответственно, часто перемещают ресурсы из одной успешной компании, которой владеют, в другую, менее успешную, чтобы она также улучшила свои показатели за счёт дополнительных ресурсов. Наличие развитой системы корпоративного управления, обычно ассоциирующегося с независимыми директорами, такой практики не допускает. Исследование проводится на данных по 100 торгуемым корейским компаниям за 8 лет. Выборка делится на подвыборки по типу «сильный

семейный контроль – слабый семейный контроль», что определяется долей владения акциями членами одной семьи, а также по возможностям роста (большие и небольшие), для выражения которого служит показатель Q Тобина. Исследователи приходят к выводу о негативной связи между количеством независимых директоров и интенсивностью вложений в НИОКР. В качестве причины, объясняющей подобные результаты, авторы выдвигают то, что независимые директора в корейских компаниях получают информацию о деятельности компании не на регулярной основе, а тогда, когда в этом возникает критическая необходимость. В результате этого совет директоров осуществляет в основном функцию мониторинга, нежели функцию советника и, как следствие, ограничивает расходы компании на НИОКР.

Идея другого похожего исследования [F. Honoréa, F. Munari, B. van Pottelsberghe de La Potterie, 2015] состояла в предположении, что в рамках конфликта принципал – агент менеджеры более нацелены на достижение краткосрочных целей, а собственники – долгосрочных, неотъемлемой частью которых являются инвестиции в НИОКР. Следовательно, такие инвестиции менеджеры недооценивают, потому что они могут не окупиться, а если и окажутся рентабельными, то это вряд ли произойдёт в ближайшей перспективе. Совет директоров и в частности, независимые директора, выступая представителями интересов собственников, в данной ситуации призваны урегулировать этот конфликт и повысить размер инвестиций в инновационную деятельность, которые ограничил менеджмент. Исследование было проведено на выборке из 117 европейских компаний различных отраслей, его результатом явилось установление негативного характера взаимосвязи интенсивности вложений в НИОКР и уровня развития корпоративного управления, под которым подразумевалось количество независимых директоров в совете, их уровень образования, частота заседаний, а также различные характеристики, связанные с правлением компаний. Вывод, сделанный исследователями, заключается в том, что современные стандарты корпоративного управления более ориентированы на достижение краткосрочных целей и менее склонны к поощрению принятия компанией риска, ассоциирующегося с инвестициями в инновационную деятельность.

Ещё в одной статье затрагивающей данную тему – [C. Driver, M. J. Coelho Guedes, 2012] – устанавливается зависимость между интенсивностью вложений в НИОКР и величиной индекса корпоративного управления для выборки из 91 компании по данным за 6 лет. Индекс рассчитывается, исходя из значений таких характеристик совета директоров, как его размер, совмещение генеральным директором поста председателя совета директоров, доля независимых директоров и др. Исследование приходит к выводу об

отклонении гипотезы о том, что более высокий уровень корпоративного управления положительно связан с размером инвестирования в инновационную активность компании. Авторы связывают это с тем, что развитое корпоративное управление ужесточает контроль за расходованием средств компании, в результате чего меньшая доля инвестируется и в НИОКР, как в инвестиции с низкой вероятностью успеха и длительным сроком окупаемости.

Другая работа, написанная в аналогичном ключе – [Dong Y. Gou, 2014]. В анализе литературы по тематике взаимосвязи структуры корпоративного управления и интенсивности вложений в НИОКР авторы представляют две точки зрения на данную проблематику в аспекте независимых директоров: согласно одной из них, независимые директора поощряют значительные инвестиции в НИОКР, поскольку они ориентированы на долгосрочную перспективу. Однако многие авторы в результате практических исследований пришли к выводу о том, что независимые директора имеют определённые трудности в доступе к необходимой им для принятия решений информации, поэтому не рискуют одобрять значительные инвестиции в НИОКР. Соответственно, само исследование, проведённое на данных по 142 компаниям Китая, установило положительную связь между интенсивностью вложений в НИОКР и количеством независимых директоров в совете, подтвердив, таким образом, теорию об ориентации независимых директоров на долгосрочную перспективу.

В статье [H.L. Chen, 2012] в отличие от предыдущих исследований, рассматривался более широкий спектр параметров, характеризующих совет директоров, а именно:

- 1) **Размер совета директоров.** Авторы предполагают, что большой совет директоров за счёт количества входящих в него директоров должен повышать пул знаний, которыми они владеют по принципу «одна голова хорошо, а две – лучше». Более того, бизнес-связи большего количества директоров позволят компании быстрее и в более полном объёме узнавать информацию, которая может поспособствовать её успеху, например, предоставив преимущество первого хода за счёт более раннего внедрения новой технологии, а также в общем помогает справляться с неопределённостью внешней среды, в итоге подталкивая их к принятию решений об инвестициях в НИОКР. Таким образом, авторы думают, что размер совета директоров положительно связан с интенсивностью вложений в НИОКР. Однако одновременно с данной авторы формулируют и вторую гипотезу о негативной взаимосвязи данных параметров, в пользу чего говорит предположение о том, что большое количество директоров может затруднить принятие решений, вызвав

споры и разногласия между членами совета, что более вероятно, когда директоров много, поскольку большему количеству людей сложнее договориться между собой.

2) **Уровень образования.** Исследователи считают, что директора с более высоким уровнем образования лучше смогут понять и разобраться в предполагаемых инновациях, являющихся результатом инвестиций в научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки и их пользой для компании. Вследствие этого такие директора будут поощрять решения об инвестициях в инновационную деятельность и увеличивать их размер, потому что более детально будут представлять, на что будут потрачены деньги и не станут заложниками предубеждений о нерентабельности и рискованности долгосрочных проектов. Таким образом, интенсивность вложений в НИОКР по мысли авторов положительно связана уровнем образования членов совета директоров.

3) **Частота заседаний совета директоров.** По мнению исследователей, более частый режим заседаний совета директоров способствует более тщательной проработке стратегии компании и, соответственно, обдумыванию стратегических решений, в том числе и решений об инвестициях в НИОКР. Более того, у директоров больше времени на совместное обсуждение, в процессе которого они более полно разбираются в тех или иных проектах, программах и их важности для успеха компаний. Таким образом, по мнению исследователей: чем чаще заседает совет, тем выше интенсивность вложений в НИОКР.

Результатом исследования явилось установление положительной взаимосвязи интенсивности вложений в НИОКР и уровня образования членов совета директоров, также была выявлена негативная взаимосвязь между интенсивностью вложений в НИОКР и размером совета директоров, что касается взаимосвязи интенсивности вложений в НИОКР и частоты заседаний совета директоров, то она не подтвердилась.

Другим исследованием, посвященным анализу обсуждаемой нами взаимосвязи, является работа [Takahiro Nishi, 2014]. В ней автор рассматривает особенности различных композиций совета директоров и структуры собственности, которые взаимосвязаны с решениями компаний об инвестициях в инновационную деятельность. Приводя теоретическое обоснование своей работы, исследователь указывает, что, согласно агентской теории, собственники заинтересованы в краткосрочной максимизации рыночной ценности компании и получении наибольшего дивиденда. Цель менеджеров – удержаться на своём рабочем месте и получить хорошее вознаграждение. И если собственники могут диверсифицировать свои риски путём вложения средств в различные предприятия, менеджерам нужно обеспечивать хорошие показатели результативности

компании, иначе их уволят. Соответственно, собственники более склонны к риску, в то время как менеджеры риска предпочитают избегать. Если менеджеры избегают риска, корпорации обычно нерешительны во вложениях в НИОКР, что может негативно сказаться на продуктовых и процессных инновациях необходимых для высокотехнологичных японских компаний и, соответственно, ценности фирмы. Собственники в этой ситуации могут также не осознавать ценности инвестиций в НИОКР, которые дадут результат только в долгосрочной перспективе, и поэтому оказывают давление на менеджеров против решений об инвестициях в НИОКР, а настаивают на тех, которые помогут увеличить ценность фирмы в краткосрочной перспективе. Ситуация с принятием решений об инвестициях в инновационную деятельность осложняется спецификой корпоративного управления японских корпораций, в которых раньше было широко распространено перекрёстное владение акциями, а советы директоров состояли преимущественно из инсайдеров. Однако в конце 1990-х гг. корпоративное управление в Японии начало активно трансформироваться, чтобы отвечать изменениям внешней среды, и было переориентировано на рыночный стиль управления, в котором характерными чертами являются наличие независимых директоров, создание комитетов по аудиту, стратегии и т.д. Однако многие компании побоялись, что перемены негативно скажут на ценности фирмы и приведут к потере квалифицированного персонала из-за изменений в корпоративной культуре, поэтому стиль корпоративного управления они не меняли. Некоторые компании, стремясь вобрать новое и сохранить старое, создали гибридные модели. Соответственно, принимая во внимание тот факт, что в японских корпорациях теперь оказались распространёнными несколько типов советов директоров, автор решил проверить их эффект на интенсивность инвестиций в НИОКР. Переходя к формулированию гипотез научного исследования, исследователь в первой из них выдвигает предположение о том, что доля владения японскими компаниями иностранных институциональных инвесторов негативно взаимосвязана с интенсивностью инвестиций в НИОКР, поскольку иностранные институциональные инвесторы получают выгоду в основном от краткосрочных изменений в цене акций компании. Зная это, менеджеры обращают большее внимание на краткосрочные показатели результативности, следовательно, долгосрочные инвестиции в НИОКР не производятся. Вторая гипотеза предполагает, что выравнивание интересов собственников, заинтересованных в получении краткосрочной выгоды и менеджмента, который вынужден также больше внимания уделять краткосрочным целям, негативно сказывается на интенсивности инвестиций в НИОКР, усиливая функцию мониторинга совета директоров за счёт преобладания в нём независимых директоров. Таким образом, гипотеза: доля независимых директоров в

совете негативно связана с интенсивностью инвестиций в НИОКР. В соответствии с изменениями последних лет в структуре и композиции совета директоров японских компаний, автор делит все советы директоров на 3 типа: традиционный японский, гибридный японско-американский и американский тип. Первый характеризуется преобладанием исполнительных директоров, долгосрочными связями с сотрудниками корпорации, а также долгосрочными инвестициями в НИОКР. В гибридном типе совета функции контроля, принятия решений и реализации стратегии разделяются, однако совет директоров по-прежнему состоит преимущественно из инсайдеров и не предполагает создания комитетов. Отличительные черты советов директоров американского типа: преобладание независимых директоров, краткосрочные отношения с сотрудниками, чёткое разделение ответственности за принятие решения, мониторинг и реализацию стратегии, небольшие инвестиции в долгосрочные НИОКР. Таким образом, вытекающие отсюда гипотезы следующие: интенсивность инвестиций в НИОКР выше в компаниях с традиционным японским или гибридным типами совета директоров; интенсивность инвестиций в НИОКР ниже в компаниях с американским типом совета директоров. Исследование проводится на данных 2010 – 2014 гг. по японским корпорациям, торгуемым на бирже в Токио и принадлежащим к автомобильной и текстильной промышленности, а также сектору электроники и предоставления услуг. Основные выводы, к которым приходит автор, следующие:

- 1) Доля независимых директоров в совете директоров негативно связана с интенсивностью вложений в НИОКР, а исполнительных – положительно. Однако, так как коэффициент перед переменной, обозначающей долю исполнительных директоров меньше, чем значение коэффициента при переменной доли участия в капитале институциональных инвесторов, автор делает вывод о том, что институциональные инвесторы «подталкивают» менеджмент вкладываться в НИОКР. Если бы их не было, менеджмент был бы более консервативен и избегал риска;
- 2) Подтвердилось, что традиционная японская организационная форма совета директоров, где исполнительные директора играют ведущую роль, положительно связана с интенсивностью вложений в НИОКР.

Как можно заметить, авторы с разных сторон подходили к изучению взаимосвязи между характеристиками совета директоров и долей вложений в НИОКР, однако ведущим фактором является доля независимых директоров в составе совета. Отрицательную связь доли независимых директоров в совете и интенсивности вложений в НИОКР объясняют недостатком информации о компании, с которым сталкиваются независимые директора,

не связанные с компанией иначе как посредством членства в совете директоров. Получая данные о деятельности компании не в полном объёме, независимые директора не решаются поддерживать решения о масштабных инвестициях в НИОКР, которые отличаются повышенной рискованностью. Кроме того, присутствие независимых директоров в совете директоров ассоциируется с усилением функции мониторинга за расходованием средств, в том числе, направленных на финансирование инновационной деятельности. Положительная взаимосвязь обуславливается тем, что независимые директора, наоборот, не боятся направлять значительные средства на инвестиции в инновации, поскольку с компанией не связаны. Иначе говоря, в случае если вложения в НИОКР не будут успешными, они не потеряют рабочее место, падение цены акций не отразится на их благосостоянии в отличие от других директоров. Более того, независимые директора, выступая гарантами интересов собственников, более ориентированы на долгосрочную перспективу, которая предполагает осуществление инновационной деятельности. Также опыт, профессионализм, знания, образование и связи независимых директоров могут помочь в грамотном планировании и осуществлении инновационной деятельности, а значит, и увеличат интенсивность вложения компании в НИОКР. Исходя из этого, следующая гипотеза научного исследования:

Гипотеза 2: Доля независимых директоров в совете директоров инновационно-активных компаний положительно связана с интенсивностью вложений в НИОКР.

Менее часто исследователи предпочитают делать акцент на уровне образования директоров, частоте заседаний совета директоров, его размере, совмещении должности генерального директора и председателя совета директоров. Недостаточное внимание отводится функционированию комитета по стратегии, который мог бы существенно изменить результаты принятия решения об интенсивности инвестиций в инновационную деятельность, возможно, потому, что в зарубежных компаниях, в отличие от российских, такой комитет создаётся редко. Между тем, образование комитета по стратегии призвано обеспечить более тщательное обсуждение членами совета директоров стратегии компании. В рамках заседания всего совета уделить в равной степени время всем аспектам деятельности компании, за которые ответственен совет директоров, не всегда удаётся, поэтому некоторые важные и спорные вопросы стратегического развития, в том числе и об инвестициях в НИОКР, передаются для детального изучения комитету. Комитет должен, проведя соответствующую работу, представить всему совету итоги обсуждения и рекомендации по принятию того или иного решения. Таким образом, за счёт комитета по стратегии совет директоров расширят поле для обсуждения актуальных вопросов. Предполагается, что участниками данного комитета становятся члены совета директоров,

имеющие большой опыт работы в данной области бизнеса и хорошо разбирающиеся в особенностях деятельности компании, например, в целесообразности вложений в инновации. Кроме того, для обсуждения таких вопросов как инвестиции в НИОКР в состав комитета могут привлекаться эксперты из данной области, которые, не входя в комитет, помогут его членам квалифицированными советами и рекомендациями. Таким образом, третья гипотеза научного исследования, следующая:

Гипотеза 3: Существует различие в интенсивности вложений в НИОКР между инновационно-активными компаниями при совете директоров которых создаётся комитет по стратегии и теми, где такой комитет отсутствует. При этом для первых интенсивность вложений в НИОКР выше.

Выводы по второй главе

Инновационно-активными компаниями называются компании, осуществляющие деятельность по разработке инноваций – новых или усовершенствованных продуктов и услуг, технологий, маркетинговых и организационных процессов и структур, получаемых в результате инвестиций в НИОКР. Целью внедрения инноваций является приобретение конкурентного преимущества. Однако, взаимосвязь интенсивности вложений в инновации и финансовой результативности, которая в научных исследованиях на данную тему выражается показателем рентабельности активов, неоднозначна, однако, предположительно, нелинейная. Основными характеристиками совета директоров, которые могут быть связаны с интенсивностью вложений в НИОКР с учётом особенностей российского корпоративного управления, выступают доля независимых директоров в совете директоров и наличие комитета по стратегии.

ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ ХАРАКТЕРИСТИК СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ И ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ИННОВАЦИОННО-АКТИВНЫХ КОМПАНИЙ

3.1. Методология исследования и формирование выборки

Эконометрическое исследование, целью которого является установление взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью деятельности инновационно-активных компаний, основывается на использовании двух регрессионных модели. В соответствии с выдвинутыми ранее гипотезами и выбранным показателем финансовой результативности, одна из них описывает взаимосвязь интенсивности вложений в НИОКР и характеристик совета директоров и имеет следующий вид:

$$RD_{it} = \beta_0 + \beta_1 * LEV_{it} + \beta_2 * COMPSIZE_{it} + \beta_3 * IND_{it} + \beta_4 * BDSIZE_{it} + \beta_5 * TENURE_{it} + \beta_6 * FREQ_{it} + \beta_7 * GOVERNMENT_{it} + \beta_8 * EDUC_{it} + \gamma_1 * STRATEGY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$i = 1, 2, \dots, N; t = 2011, 2012, 2013$$

В уравнении (1) в качестве зависимой переменной RD_{it} выбрано отношение годовых затрат на инвестиции в успешные НИОКР (результатами которых компания может воспользоваться) к величине выручки за тот же период.

Вторая модель служит для тестирования взаимосвязи интенсивности вложений в НИОКР и финансовой результативности деятельности компании. Она выглядит следующим образом:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * LEV_{it} + \beta_2 * COMPSIZE_{it} + \beta_3 * RD_{in} + \beta_4 * RD_{in}^2 + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$i = 1, 2, \dots, N; t = 2013, 2014, 2015; n = 2011, 2012, 2013$$

В уравнении (2) за показатель финансовой результативности инновационно-активных компаний ROA_{it} принята, в соответствии с анализом показателей финансовой результативности компаний, а также исследовательских работ, рентабельность активов.

В качестве контрольных переменных, выступающих детерминантами финансово-экономического положения компании, в обеих моделях выбраны LEV_{it} – финансовый леверидж, а также $COMPSIZE_{it}$ – размер компании. Через ε_{it} в моделях 1 и 2 обозначены случайные величины. Все переменные, за исключением переменной RD_{it} во второй модели имеют индекс it , который указывает, что информация собирается для всех компаний в момент времени t . Для переменной RD_{it} в качестве такого индекса выступает

in. Это сделано для того, чтобы обозначить временной лаг между инвестициями в НИОКР и показателем финансовой результативности, а также контрольных переменных. В обоих уравнениях через β_0 обозначена неизвестная скалярная величина, $\beta_{1...8}$ – неизвестные коэффициенты перед количественными переменными, γ_1 – неизвестный коэффициент перед бинарной переменной. Оба уравнения представляют собой линейные модели, однако во втором уравнении присутствует компонента, которая входит в модель нелинейно. В табл. 1 представлено описание переменных регрессионных моделей:

Таблица 1

Описание переменных, использованных в моделях

Переменная	Описание
Модель 1	
<i>RD</i>	Отношение годовых затрат на успешные НИОКР к величине выручки за аналогичный период. Служит для выражения интенсивности вложений в НИОКР или инновационной активности компании.
<i>LEV</i>	Финансовый леверидж, рассчитываемый как отношение величины обязательств компании на конец периода к величине совокупных активов компании на конец того же периода.
<i>COMPSIZE</i>	Натуральный логарифм от балансовой величины активов компании на конец периода. Служит переменной, выражающей размер компании.
<i>IND</i>	Доля независимых директоров в совете. Рассчитывается как отношение числа независимых директоров в совете к общему числу директоров в совете. Независимые директора в настоящем исследовании определялись в соответствии с критериями, закреплёнными в Кодексе корпоративного управления 2014 г.
<i>BDSIZE</i>	Размер совета директоров.
<i>TENURE</i>	Средний срок осуществления членами совета директоров компании своих полномочий в данной компании. Переменная служит для выражения опыта директора в сфере деятельности компании.
<i>FREQ</i>	Частота заседаний совета директоров компании. Измеряется как количество заседаний, проведённых советом директоров за год.

Переменная	Описание
<i>GOVERNMENT</i>	Число представителей государства в составе совета директоров.
<i>STRATEGY</i>	Бинарная переменная, выражающая наличие при совете директоров комитета по стратегии. Она принимает значение, равное 1, если комитет присутствует и 0 – в противном случае.
<i>EDUC</i>	Доля директоров в совете директоров, профильное образование которых соответствует отрасли, в которой функционирует компания. Вычисляется как отношение числа директоров с профильным образованием к общему числу директоров.
Модель 2	
<i>ROA</i>	Рентабельность активов – переменная, характеризующая финансовую результативность деятельности компании. Рассчитывается как отношение величины чистой прибыли компании за период к балансовой стоимости активов на конец того же периода.
<i>CAPITALIZATION</i>	Натуральный логарифм рыночной капитализации компании на конец года.

Включение в модель помимо переменных *IND*, *STRATEGY*, которые отвечают за гипотезы научного исследования, ряда других переменных обусловлено анализом исследований на данную тему и практик корпоративного управления. Так, размер совета директоров может существенно расширить пул знаний, компетенций, опыта и знаний его членов, повысив вероятность того, что совет сможет тщательно разобраться в необходимости инвестиций в НИОКР и детально проработает стратегию реализации решения о таких инвестициях. Одновременно с этим существует вероятность того, что большому числу людей будет сложнее договориться относительно такого рискованного решения как инвестиции в НИОКР, в результате чего совет директоров откажется от принятия подобного решения или выделит на инвестирование меньшую сумму. Средний срок исполнения членам совета директоров своих обязанностей также может значительно отразиться на решениях об инвестициях в НИОКР. Недавно пришедшие в компанию директора, не обладая таким объёмом знаний о её возможностях, проблемах, а также об отрасли, в которой она осуществляет свою деятельность, возможно, будут опасаться принимать решения о значительных инвестициях в НИОКР. В то же время как директора,

заседающие в данном совете директоров на протяжении нескольких лет, изучившие отрасль и компанию, обладающие связями и контактами, возможно, скорее одобряют интенсивные вложения в НИОКР. Доля директоров с профильным образованием в сфере, в которой функционирует компания, также может быть связана с принятием решений об инвестициях в НИОКР. Те директора, которые получили такое образование, скорее всего, быстрее разберутся в пользе тех или иных инноваций, смогут объяснить выгоды от их разработки и внедрения своим коллегам. Более того, такие директора смогут способствовать грамотной реализации стратегии посредством своих знаний и связей, а также больше внимания в целом при обсуждении стратегических аспектов уделять решениям об инвестициях в НИОКР. Одновременно с этим и число представителей государства в совете директоров способно оказать эффект на решения об инвестициях в НИОКР. Присутствие таких директоров, выражающее внимание и поддержку государства, возможно, будет заставлять компании «чувствовать себя увереннее» в высокорискованных инвестициях. Предполагается, что государство сможет оказать помощь в разработке и внедрении инноваций, а также поддержит компанию в случае неудачных инвестиций в НИОКР. Более того, общая направленность государственной политики России на инновационность, возможно, будет способствовать поощрению представителями государства в совете директоров интенсивные инвестиции в НИОКР. Большая частота заседаний совета директоров может предполагать более тщательную проработку стратегических вопросов деятельности компании, в том числе решений об инвестициях в НИОКР. Соответственно у директоров появляется больше времени разобраться в сложных инновациях и выгоде от их разработки и внедрения, а также детально проработать процесс реализации стратегии инвестирования.

Наиболее полную информацию о структуре корпоративного управления и в частности о характеристиках совета директоров, который в таких компаниях обязательно создаётся, раскрывают лишь публичные акционерные общества и открытые акционерные общества (существовали до 01.09.2014 г.), поэтому в выборку вошли компании, которые являлись открытыми акционерными обществами в 2011, 2012 и 2013 гг.

Важным критерием при отборе компаний для исследования был факт несения ими расходов на научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки в период с 2011 г. по 2013 г., результаты которых оказались успешными. Наличие в строке баланса 1120 «Результаты исследований и разработок» суммы расходов на НИОКР, являлось показателем ведения компанией в отчётном периоде инновационной деятельности, что придавало ей статус инновационно-активной, как было установлено ранее. Следует отметить, что согласно Положению по бухгалтерскому учёту «Учёт расходов на научно-

исследовательские, опытно-конструкторские работы и технологические работы» ПБУ 17/02, в составе расходов на НИОКР учитываются затраты, связанные с выпуском новых продуктов и использованием новых технологий, которые могут быть использованы в массовом производстве. Таким образом, инновационная активность в данном случае рассматривается уже, чем в Руководстве Осло, где под инновациями понимаются также усовершенствованные продукты, а также маркетинговые и организационные инновации.

Изначально в выборку вошли 100 компаний, удовлетворяющих указанным выше требованиям. Данные о характеристиках советов директоров были получены посредством анализа годовых и квартальных отчётов компаний. Недостающие данные по советам директоров, а также финансовые показатели собирались с помощью использования базы данных СКРИН. В силу отсутствия некоторых данных по отдельным компаниям, итоговая панель составила 183 наблюдения за три года: 2011, 2012, 2013 г. При этом данные для расчёта рентабельности активов, а также финансового левериджа и размера компании собирались за 2013, 2014, 2015 г. Это было сделано с целью обеспечения временного лага между затратами на НИОКР и финансовой результативностью, чтобы дать время на внедрение инноваций, по итогам которого можно рассчитывать на повышение финансовой результативности компании. Аналогичный подход применялся также в [E. Pantagakis, D. Terzakis, S. Arvanitis, 2014, C. Huang и S. Chen, 2010, B. Beld, 2014].

Отраслевое распределение компаний, попавших в выборку, получилось следующим: 26% компаний приходится на предприятия топливно-энергетического и электроэнергетического сектора, 25% компаний относятся к сфере химической и нефтехимической промышленности, 21% - компании, занятые в отрасли металлургии. Помимо этого, в выборку вошли также компании из машиностроительной отрасли, автомобилестроения, сферы транспорта, строительства и телекоммуникаций. Для сравнения в работе [И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская, 2013], посвящённой исследованию взаимосвязи структуры совета директоров и финансовой результативности деятельности российских открытых акционерных обществ, в выборке компаний большая часть приходилась на те же три отрасли. Компании топливного сектора и электроэнергетики составляли порядка половины, 13% приходилось на металлургию, а 11% на предприятия химического комплекса. Оба распределения отражают отраслевую специфику российской экономики. Также закономерно, что среди инновационно-активных компаний большую долю занимают предприятия химии и нефтехимии в силу большей наукоёмкости данной отрасли.

3.2. Эконометрический анализ

Первым этапом эконометрического анализа выступает анализ описательной статистики. Он представлен ниже в табл. 2 и табл. 3, также он представлен в приложениях 1 и 8:

Таблица 2

Описательная статистика переменных модели 1

Переменная	Выборочное среднее	Выборочное среднеквадратическое отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
RD	0.005	0.021	$1.63 \cdot 10^{-6}$	0.205
LEV	0.486	0.227	0.02	0.963
COMPSIZE	24.098	2.029	17.742	30.243
IND	0.241	0.184	0	0.857
BDSIZE	9	2	5	15
TENURE	3.353	2.296	0.5	11.17
FREQ	21	15	2	75
GOVERNMENT	1	1.134	0	5
STRATEGY	0.443	0.498	0	1
EDUC	0.431	0.163	0	0.86

Таблица 3

Описательная статистика переменных модели 2

Переменная	Выборочное среднее	Выборочное среднеквадратическое отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
COMPSIZE	24.808	2.104	17.868	30.243
LEV	0.49	0.233	0.054	1.229
ROA	0.028	0.095	- 0.271	0.345
CAPITALIZATION	23.718	2.388	18.943	28.858

Средний размер совета директоров по выборке составил 9 человек, при этом встречались советы директоров, состоящие из минимального, согласно законодательству, размера 5 директоров (ОАО «Ярославский шинный завод», ОАО Кузбасская топливная компания)). Одновременно с этим в выборку попали и советы директоров, состоящие из 15 членов (ОАО «Куйбышевазот», ОАО «Татнефть», ОАО «АВТОВАЗ»). Однако

наиболее часто встречающимся оказался совет директоров, состоящий из 11 членов, как показано на рисунке:



Рис. 1. Диаграмма распределения размера совета директоров среди компаний выборки

Данные результаты схожи с полученными в работе [И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская, 2013], максимальное, минимальное и среднее значения там такие же. Однако в отличие от инновационно-активных компаний в целом в российских (на тот момент открытых) акционерных обществах размер совета директоров в среднем меньше и составляет 7 человек. Причину различия можно объяснить тем, что инновационную деятельность скорее осуществляют более крупные компании с большим числом акционеров, где законодательно установлено, что размер совета директоров должен быть больше.

Средняя доля независимых директоров в составе совета директоров инновационно-активных компаний за 2011 – 2013 гг. оказалась равной 24%, что несколько ниже рекомендаций кодекса корпоративного управления 2014 г., который указывает на долю в 1/3 от общего числа директоров в совете. Вместе с тем данное значение соответствует рекомендациям предыдущей версии кодекса, который предписывал, чтобы независимые директора составляли не менее 1/4 состава совета. Однако в выборке также присутствовали компании (29%), в советах директоров которых независимых директоров не было вовсе (ОАО «Кузбассэнерго», ПАО «Нижекамскшина, ПАО «Тагмет»). В основном, данные компании являются дочерними предприятиями более крупных обществ или холдингов, поэтому там чаще советы директоров состоят из менеджеров материнской компании. Так, в ПАО «Нижекамскшина» совет директоров состоял из топ-менеджеров

материнской ООО «Татнефть-нефтехим», а совет директоров ПАО «Тагмет» – из ОАО «Трубная металлическая компания», в состав российского дивизиона которой входит ПАО «Тагмет». Максимальная доля независимых директоров от общего числа членов совета директоров равнялась 64% (ПАО «Ростелеком»), что примерно в 2 раза выше рекомендаций кодекса. В абсолютном выражении наибольшее число независимых директоров – 7 человек – было также зафиксировано в совете директоров компании «Ростелеком». 6 независимых директоров исполняли свои обязанности в советах директоров ПАО «РусГидро», ПАО «КАМАЗ», ПАО «ФСК ЕЭС». Изменения доли независимых директоров в совете по годам незначительные. Что касается отраслевого распределения, то в среднем из наиболее представленных в выборке отраслей наименьшая доля независимых директоров в сфере энергетики, в то время как в химии, нефтехимии и металлургии этот показатель сравнительно выше.

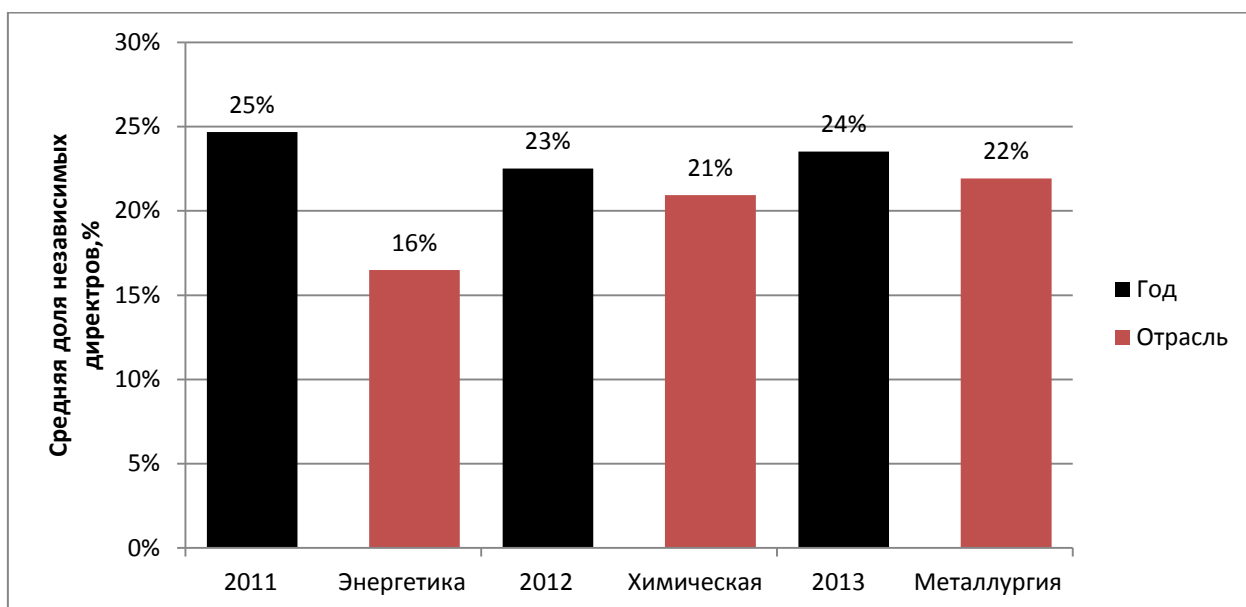


Рис. 2. Диаграмма средней доли независимых директоров в советах директоров по годам и отраслям

Данные результаты несколько отличаются от полученных в [И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская, 2013], поскольку в этом исследовании средняя доля независимых директоров за период 2007 – 2011 гг. равнялась 13%. Такое отличие, возможно, связано с развитием отечественного корпоративного управления и внедрением лучших практик, поскольку период, за который собирались данные в настоящем исследовании 2011 – 2013 гг. Однако также возможно и то, что инновационно-активные компании стараются использовать в корпоративном управлении более передовые стандарты.

Согласно результатам описательной статистики, комитет совета директоров по стратегии функционировал на протяжении периода с 2011 по 2013 гг. в 44% компаний выборки. Среди компаний, в которых был создан данный комитет, – ПАО «Аэрофлот», ОАО «ГМК «Норникель», ПАО «Ленэнерго». Одновременно с этим стоит отметить, что в таких компаниях, как ПАО «Северсталь», ПАО «Газпром», ОАО «НК Роснефть» необходимости в данном комитете не нашли. Отраслевое распределение компаний выборки, в которых был сформирован комитет по стратегии, представлено ниже:

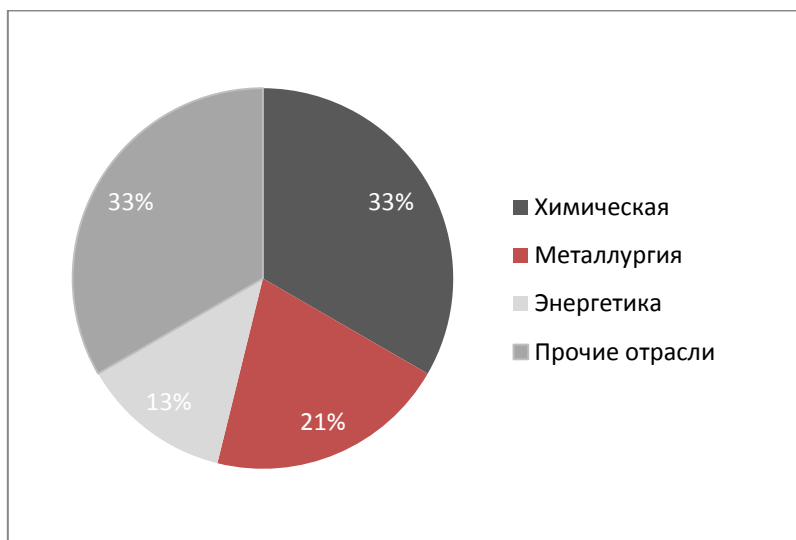


Рис. 3. Диаграмма отраслевого распределения инновационно-активных компаний, сформировавших комитет по стратегии

Треть всех компаний выборки, при совете директоров которых формировался комитет по стратегии, относится к сфере химии и нефтехимии, пятая часть приходится на компании из области металлургии. Из этого можно заключить, что компании данных отраслей, по сравнению с другими, считают тщательную проработку стратегии более важным элементом успешной деятельности. Соответственно, порядка 72% инновационно-активных компаний из отрасли химии и нефтехимии формировали комитет по стратегии, около 53% металлургических компаний следовали их примеру, а в секторе энергетики таких компаний оказалось лишь 26%. В работе [И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская, 2013] на конец 2011 г. из представленных в выборке компаний комитет по стратегии при совете директоров функционировал в 36% компаний, из чего можно предположить, что в целом для инновационно-активных компаний стратегический аспект деятельности имеет большее значение и ему уделяется больше внимания.

Говоря о доле директоров, профильное образование которых соответствует сфере бизнеса компании, отметим, что в среднем такие директора составляли порядка 43% от общего числа директоров в совете. При этом в отраслевом разрезе чуть выше средний

показатель присутствия таких директоров в компаниях сферы химии, нефтехимии и металлургии, где равняется 45%. Закономерно, что максимальное представительство директоров с профильным образованием (86%) отмечено в металлургических компаниях ОАО «Челябинский цинковый завод», а также ОАО «Электроцинк». В компаниях энергетического сектора в среднем доля таких директоров ниже и составляет порядка 39%. Полное отсутствие членов совета директоров с образованием, относящимся к сфере деятельности компании, отмечено у ПАО «Ростелеком». Также здесь интересно отметить, что прослеживается тенденция большего представительства директоров с соответствующим отрасли компании образованием в компаниях меньшего размера и дочерних предприятиях, где основу совета директоров составляет топ-менеджмент. В подобных компаниях, как правило, самостоятельно не определяющих многие стратегические вопросы и следующих в этих вопросах политике головной организации, больший акцент, по всей видимости, делается на непосредственную операционную деятельность. В крупных материнских компаниях, совет директоров которых призван определять стратегию развития в различных направлениях: от маркетинга до инноваций и при этом осуществлять в юридическом и финансовом отношении мониторинг топ-менеджмента, больше директоров с различными профилями образования.

Затраты на успешные научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы в целом по выборке получились неоднородными. Так, средняя доля расходов на успешные НИОКР в выручке компаний составила лишь 0.5%, что в денежном выражении, однако, примерно 160 млн. руб. Минимальное значение отношения затрат на НИОКР к величине продаж было зафиксировано у компании «Уралкалий» и равнялось 0.00016%, в абсолютных величинах это 1 630 000 руб. По сравнению с миллиардной выручкой сумма небольшая, однако это величина только тех расходов на НИОКР, которые оказались успешными для компании и привели к созданию различных инноваций, суммарный объём её вложений может быть гораздо больше. Более того, результаты научной деятельности, даже в таком размере, возможно, приносят компании ощутимые выгоды. Больше всего на НИОКР по сравнению с размером выручки за 2011 – 2013 гг. потратила ОАО «Фармсинтез» – 20% от выручки, что закономерно, поскольку компания функционирует в сегменте фармацевтики, требующем значительных инвестиций в инновации в сравнении с другими отраслями. В денежном эквиваленте больше остальных компаний сумма расходов на успешные НИОКР у ОАО «АВТОВАЗ» и составляет 3,570 млрд. руб. Если проследить динамику изменения средней доли инвестиций в НИОКР от выручки по годам, то она изменяется слабо, составляя в 2011, 2012 и 2013 г. соответственно 0.6%, 0.4%, 0.5%.

В целом, оценивая полученные результаты, необходимо признать, что они сильно отличаются от аналогичных зарубежных исследований. Например, в [E. Pantagakis, D. Terzakis, S. Arvanitis, 2014] средняя доля затрат на НИОКР в выручке равнялась 16.7%. Однако подобные различия объясняются тем, что в работе западных исследователей рассматривались компании сферы ИТ, для которых инвестиции в инновации – ключевой фактор успеха. В российских реалиях подобных компаний, тем более публичных, единичное количество. Для большинства из попавших в выборку предприятий подобные расходы важны и полезны, но не жизненно необходимы. Кроме того, качество результатов научных исследований и разработок, их применимость в конкретных условиях и эффект от них не всегда сопоставимы со средствами, которые на них выделяются. Более того, полученные показатели инновационной активности подтверждаются и аналитиками, которые также констатируют, что «российский бизнес» в среднем менее 1% оборота расходует на НИОКР, что является одной из крупнейших проблем отечественной экономики»¹⁰¹. И, самое главное, мы рассматривали только затраты на те НИОКР, которые оказались успешными, а поскольку вряд ли все вложения в НИОКР будут успешными в силу повышенного риска, данные результаты можно признать вполне закономерными.

Полученные результаты также свидетельствуют о том, что средняя рентабельность активов, которая использовалась в качестве показателя финансовой результативности, оказалась равной 2.8%, что несколько меньше аналогичного показателя в уже упоминавшейся работе [E. Pantagakis, D. Terzakis, S. Arvanitis, 2014], где его значение равнялось 6.2%. Сравнительно небольшое значение рентабельности активов по выборке объясняется тем, что у многих компаний данный показатель оказался отрицательным в силу того, что их финансовый результат по итогам отчётного периода был меньше нуля. Среди компаний с наименьшей рентабельностью активов ПАО «АВТОВАЗ», ОАО «Чепецкий механический завод», ПАО «Северсталь». В числе компаний, у которых, наоборот, финансовая результативность была высокой, ОАО «Сургутнефтегаз», ПАО «Нижнекамскнефтехим», ПАО «Татнефть». Статистика средней величины рентабельности активов по отраслям и годам представлена ниже:

¹⁰¹ Чубайс стал совладельцем УК «Роснано» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://expert.ru/2014/01/16/chubajs-stal-sovladeltsem-uk-rosnano/> (21.04.2016)

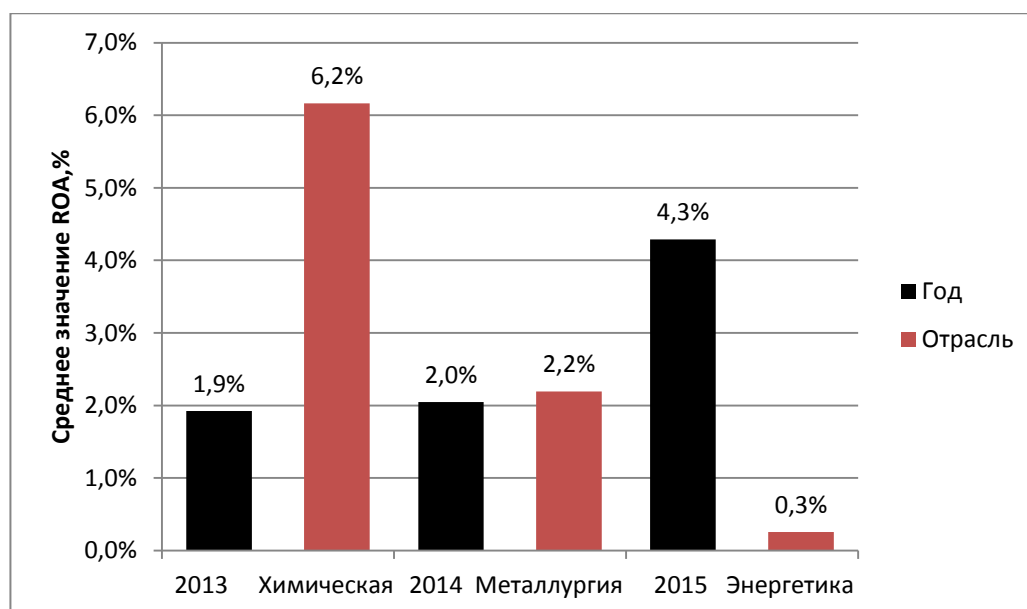


Рис. 4. Диаграмма средних значений рентабельности активов по годам и отраслям

Как можно наблюдать, в отрасли энергетики, где в относительно меньшей доле компаний создаётся комитет по стратегии, а также где доля независимых директоров в компаниях сравнительно ниже и представительство директоров с профильным образованием в отрасли сравнительно меньше, чем в секторах химии, нефтехимии и металлургии среднее значение рентабельности активов значительно меньше. Финансовая результативность в сфере химии и нефтехимии, в 72% компаний которой создаётся комитет по стратегии при совете директоров, значительно выше среднего по выборке. Однако подобное отраслевое распределение может объясняться спецификой самих отраслей, для которых характерны разные диапазоны значений рентабельности активов. Так, согласно среднеотраслевым показателям рентабельности активов, опубликованным Федеральной налоговой службой, в отрасли химии и нефтехимии значение данного коэффициента в среднем за период с 2011 по 2013 гг. составляло 6.066%. Аналогичные показатели для металлургии и энергетики равнялись 3.3% и 1.5% соответственно. Полученные значения этих показателей по выборке достаточно близки к данным, что может свидетельствовать о её репрезентативности.

Регрессионный анализ проходил в два этапа: на первом оценивались параметры модели 1, где в качестве зависимой переменной выступала доля затрат на успешные НИОКР в выручке компании, а на втором - параметры модели 2, где в качестве зависимой переменной использовался показатель рентабельности активов. Обе модели построены по панельным данным, поэтому проверялись с помощью тестов Вальда, Бреуша – Пагана, Хаусмана на предпочтительность модели сквозной регрессии, модели с фиксированными эффектами и модели со случайными эффектами. С подробной процедурой проведения

указанных тестов можно ознакомиться в приложениях 2 – 6, 9 – 13. В результате для первого уравнения была выбрана модель со случайными эффектами, а для второго – с фиксированными эффектами. Результаты регрессионного анализа модели 1 представлены ниже:

Таблица 4

Результаты регрессионного анализа модели 1

Переменная	RD			
	Базовая модель	Сквозная регрессия	Модель с фиксированными эффектами	Модель со случайными эффектами
<i>IND</i>	-	0.018**	0.036	0.019*
<i>BDSIZE</i>	-	-0.003***	-0.001	-0.003***
<i>FREQ</i>	-	$3 \cdot 10^{-4}$ ***	$-4 \cdot 10^{-4}$	$2 \cdot 10^{-4}$ *
<i>TENURE</i>	-	0.002***	0.002	0.002*
<i>STRATEGY</i>	-	0.008***	0.012**	0.01***
<i>GOVERNMENT</i>	-	0.007***	0.007***	0.007***
<i>EDUC</i>	-	0.018**	0.031*	0.024***
<i>LEV</i>	-0.021***	-0.011*	-0.011	-0.01
<i>COMPSIZE</i>	-0.003***	-0.004***	-0.001*	-0.004***
<i>CONS</i>	0.098***	0.111***	0.23**	0.098***
R^2	0.136	0.382	0.235	0.403
<i>p-value</i>	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>N</i>	183	183	183	183

Примечание: *, **, *** обозначена значимость на 10%-, 5%-, 1%-ом уровне значимости соответственно

Все представленные модели статистически значимы. В первом уравнении в рассматриваемой модели со случайными эффектами все переменные, отвечающие за характеристики совета директоров, оказались значимыми. Таким образом, поскольку коэффициент перед переменной *IND* оказался положительным, необходимо принять гипотезу о положительной взаимосвязи между долей независимых директоров в совете директоров и интенсивностью инвестиций компании в НИОКР. Если доля независимых директоров в совете увеличится на 10%, то при прочих равных доля вложений в НИОКР в выручке компании в среднем возрастёт на 0.19%. Исходя из того, что переменная *STRATEGY* значима, делаем вывод о принятии гипотезы 3. Значит, есть различия в

интенсивности вложений в НИОКР между инновационно-активными компаниями, при совете директоров которых создаётся комитет по стратегии и инновационно-активными компаниями, где такого комитета нет. Положительный знак коэффициента при данной переменной свидетельствует, что в тех инновационно-активных компаниях, где образован комитет по стратегии при совете директоров, интенсивность вложений в НИОКР выше. При неизменности прочих значений переменных, если такой комитет создаётся при совете директоров, доля успешных инвестиций в НИОКР повышается в среднем на 1%.

Что касается прочих переменных, характеризующих совет директоров компании, необходимо заметить, что они также значимы. Более того, размер совета директоров негативно связан с долей вложений в НИОКР, что может объясняться тем, что небольшим советам директоров, в которых меньше членов, проще найти общий язык и договориться о большей интенсивности инвестиций в инновации. Положительная взаимосвязь между частотой заседаний совета директоров и интенсивностью вложений в НИОКР может быть связана с тем, что у совета за счёт большего количества заседаний появляется больше времени для обсуждения стратегических вопросов, в том числе и вопросов, связанных с инвестициями в НИОКР. Соответственно, детально обсудив данное решение, получив более полный объём информации о таком рискованном шаге, как инвестиции в инновации, члены совета директоров выделяют больше средств на вложения в НИОКР, значит, и доля успешных НИОКР будет больше. Более того, возможно, большее количество заседаний совета позволит детально проработать план реализации инвестиций в НИОКР, а также для консультации по вложениям в НИОКР будут приглашены сторонние эксперты и консультанты, которые помогут с реализацией вложений, в результате чего доля успешных инвестиций также увеличится. Переменную *TENURE* - число лет в течение которых директор заседает в совете директоров данной компании можно трактовать как опыт директора и его знания в области бизнеса, в которой функционирует компания. Положительный коэффициент перед данной переменной, возможно, связан с тем, что у директора больше информации о возможностях компании по реализации тех или иных проектов, он более осведомлён о важности НИОКР для компании и в отрасли в принципе, поэтому расположен к более значительным инвестициям в эту сферу. Кроме того, такие директора уже имеют навыки в реализации инвестиций в инновации и полезные связи, сформировавшиеся за годы работы в данной сфере, а значит, к примеру, не совершат определённых ошибок, к которым более расположены вновь пришедшие в компанию директора. В результате и доля расходов на успешные инновации выше. Переменная *GOVERNMENT*, через которую обозначается доля представителей государства в совете директоров, может указывать возможность

государственной поддержки компании. Результаты показывают: чем больше тех, кто работает в государственном аппарате, тем больше доля успешных инвестиций. Это может быть связано с тем, что, заручившись поддержкой государства, компании активнее инвестируют в НИОКР, потому что в случае неудачи, оно окажет им помощь. Также государство поможет и в реализации самих инновационных проектов. Значимой оказалась и переменная *EDUC*, которая обозначает долю директоров в совете директоров, имеющих профильное образование, соответствующее отрасли функционирования компании. Положительный знак перед коэффициентом при этой переменной свидетельствует о том, что чем больше таких директоров, тем выше доля успешных инвестиций в НИОКР. Таким образом, можно предположить, что директора, имеющие специализированное образование в сфере деятельности компании скорее могут разобраться в инновационных проектах, инвестировать в которые предполагает компания, и понять их важность и ценность для неё. Более того, возможно, такие директора могут своими знаниями, опытом и связями способствовать грамотной реализации подобных инвестиций, а также в целом будут фокусировать внимание совета директоров на более тщательной проработке решений об инвестициях в НИОКР. Неожиданный знак «-» перед коэффициентом переменной *COMPSIZE*, отвечающей за размер компании может быть связан с тем, что для крупных компаний доля затрат на НИОКР относительно их выручки намного меньше, чем у небольших даже при условии того, что в денежном выражении крупные компании тратят на НИОКР намного больше.

Результаты регрессионного анализа второй модели представлены ниже:

Таблица 5

Результаты регрессионного анализа в модели 2

Переменная	ROA			
	Базовая модель	Сквозная регрессия	Модель с фиксированными эффектами	Модель со случайными эффектами
<i>RD</i>	-	2.915***	3.421***	3.375**
<i>RD</i> ²	-	-14.107***	-15.759***	-15.972***
<i>LEV</i>	-0.057*	-0.06**	-0.042	-0.057
<i>COMPSIZE</i>	0.016***	0.018***	0.031***	0.021***
<i>CONS</i>	-0.343***	-0.393***	-0.773***	-0.476***
<i>R</i> ²	0.145	0.193	0.166	0.21
<i>p-value</i>	0.000	0.000	0.000	0.000

Переменная	ROA			
	Базовая модель	Сквозная регрессия	Модель с фиксированными эффектами	Модель со случайными эффектами
<i>N</i>	183	183	183	183

Примечание: *, **, *** обозначена значимость на 10%-, 5%-, 1%-ом уровне значимости соответственно

Все модели здесь также получились значимыми, выбор происходит в пользу модели с фиксированными эффектами. Исходя из значимости коэффициентов перед переменными, отвечающими за долю инвестиций в инновации в выручке, необходимо принять гипотезу о нелинейном характере взаимосвязи между интенсивностью инвестиций в НИОКР и финансовой результативностью компании. При этом отрицательный знак перед переменной, возведённой в квадрат, указывает на наличие максимального соотношения инвестиций в НИОКР и выручки, при котором прирост финансовой результативности в среднем при прочих равных компании будет максимальным. Такая доля равна 10%. Однако тот факт, что в выборке присутствовало лишь 5% компаний, доля расходов на успешные НИОКР которых по отношению к выручке была больше 10%, заставляет нас сделать вывод о линейной взаимосвязи. Тем не менее, необходимо отметить, что предположение о том, что в общем виде данная взаимосвязь имеет нелинейный характер и после определённого рубежа доля вложений в инновации негативно связана с финансовой результативностью компании, подтвердилась.

Также в ходе регрессионного анализа была предпринята попытка построения модели взаимосвязи интенсивности вложений НИОКР и рыночной капитализации компании, что согласуется с логикой исследования [E. Pantagakis, D. Terzakis, S. Arvanitis, 2014]. Данная модель нужна была, чтобы оценить реакцию рынка на интенсивность вложений компании в НИОКР. Однако переменные, отвечающие за инновационную активность компании, оказались незначимыми. Возможно подобные результаты объясняются тем, что рынок активно реагирует на новостные сообщения о компаниях (выплату дивидендов, смену генерального директора и т.д.), к которым сумма затрат на успешные НИОКР в балансе, которая в СМИ не публикуется, не имеет отношения. Зарубежные исследователи получили обратный результат, что обуславливается отраслевой спецификой выбранных компаний сферы ИТ, для которых, как говорилось выше, доля затрат на НИОКР – ключевой показатель возможной успешности, за которым внимательно «следит» рынок.

3.3. Анализ результатов и выводы по работе

Результаты исследования дают возможность сделать вывод о наличии взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью инновационно-активных компаний. В ходе выполнения настоящей работы была установлена статистически значимая положительная взаимосвязь между долей независимых директоров в совете директоров инновационно-активных компаний и интенсивностью инвестиций в НИОКР. Это позволяет предположить, что знания и опыт независимых директоров, их профессиональное и объективное суждение способствуют большей инновационной активности компаний. Независимые директора, таким образом, ориентированы на долгосрочную перспективу, что согласуется с результатами [J. Dong Y. Gou, 2014]. Также подтвердилась гипотеза о том, что существуют различия в интенсивности вложений в НИОКР между инновационно-активными компаниями, которые образуют комитет по стратегии при совете директоров, и теми, где такой комитет отсутствует. Причём в компаниях, в которых комитет по стратегии создаётся, интенсивность вложений в НИОКР в среднем выше по сравнению с теми компаниями, где комитета по стратегиям нет. Подобные результаты можно объяснить тем, что получая больше возможностей в рамках работы комитета по стратегии проработать стратегический вопрос инвестиций в НИОКР, члены совета директоров тщательнее взвешивают его и, обладая большей информацией, принимают такие решения об инвестициях, которые повышают долю успешных затрат на НИОКР. Также в рамках работы комитетов большая проработанность стратегических вопросов, рекомендации консультантов, а также личные предпочтения и способности директоров, которые больше расположены к решению вопросов стратегического характера, возможно, обуславливают полученные результаты. Более того, в ходе исследования было установлено, что большая интенсивность инвестиций в НИОКР соответствует большей финансовой результативности компании, выраженной показателем рентабельности активов. Несмотря на то, что для данной выборки был установлен линейный характер данной взаимосвязи, подтвердилось предположение о том, что в общем виде данная связь нелинейна. Поэтому можно предположить, что внедрённые новые продукты и технологии, полученные в результате инвестиций в научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы, способствуют большей финансовой результативности компании лишь до определённого момента. Таким образом, доля независимых директоров в совете директоров положительно связана с финансовой результативностью инновационно-активных компаний. Более того, существует различие в финансовой результативности инновационно-активных компаний, при совете директоров которых создаётся комитет по

стратегии и финансовой результативностью инновационно-активных компаний, в которых такой комитет не образуется. При этом финансовая результативность первых в среднем выше, чем у вторых. Подобные результаты согласуются с общей концепцией о том, что полученные посредством инвестиций в научно-исследовательскую и опытно-конструкторскую деятельность инновации, которые можно использовать в деятельности компании, приносят ей конкурентное преимущество. Конкурентное преимущество, в свою очередь, позволяет компании за счёт опережения конкурентов повышать финансовые показатели своей деятельности.

Таким образом, основываясь на полученных результатах исследования, целесообразно рекомендовать инновационно-активным компаниям повышать долю инвестиций в НИОКР. На фоне отмечаемого экспертами крайне низкого показателя вложений в НИОКР российских компаний, та из них, которая в отличие от конкурентов сделает ставку на инновации, возможно, добьётся успеха и сможет получить конкурентное преимущество, поскольку, интенсивность вложений в НИОКР положительно связана с финансовой результативностью. В связи с повышением интенсивности инвестиций в НИОКР закономерно внедрять и инновационные практики корпоративного управления. Такие, как повышение доли независимых директоров в совете директоров, которая положительно связана с интенсивностью вложений в НИОКР, и образование комитета по стратегии при совете директоров. Опыт, знания и связи независимых директоров, возможно, помогут компании принимать решения способствующие повышению финансовой результативности. Однако проводить изменения совета директоров следует разумно, принимая во внимание опыт, знания, стаж, связи, уровень образования, деловую репутацию и личные качества действующих членов и кандидатов в совет директоров. Также осторожно необходимо создавать комитет по стратегии. Возможно, в компаниях с небольшим советом директоров, где такой образовать такой комитет затруднительно, следует переориентировать работу совета директоров в целом, уделив больше внимания вопросам определения стратегии и обсуждению стратегически важных вопросов. Также представляется полезным привлекать к работе совета директоров независимых экспертов, консультантов и представителей профильных структур самой компании для получения профессиональных и квалифицированных рекомендаций по вопросам, в которых компетенция членов совета директоров не является достаточной. Например, по вопросам решений об инвестициях в НИОКР.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данная работы была посвящена исследованию взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью инновационно-активных российских публичных компаний.

Целью работы являлось установление взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью инновационно-активных компаний. В ходе достижения данной цели был последовательно решён ряд задач.

Первая глава представляла собой анализ функций совета директоров в российских публичных компаниях. Помимо этого, в данной главе были проанализированы композиция совета директоров (присутствие исполнительных, неисполнительных, независимых, а также иностранных директоров, средний возраст членов совета директоров, средний срок исполнения ими обязанностей в совете директоров, гендерный состав совета директоров) и структура (размер совета директоров, наличие при совете директоров комитетов, в частности, комитета по стратегии), которые могут быть связаны с характером принимаемых данным органом корпоративного управления решений.

Во второй главе дано определение «инновации» и «инновационно-активных» компаний. Кроме того, в этой главе проведён анализ различных показателей финансовой результативности компании, на основании которого в качестве соответствующего цели данной работы был выбран коэффициент рентабельности активов. В дополнение к этому данная глава содержит обзор исследований, описывающих взаимосвязь характеристик совета директоров и инновационной активности компаний, а также исследований, посвящённых взаимосвязи инновационной активности компаний и финансовой результативности. В завершении главы были сформулированы основные гипотезы научного исследования.

В третьей главе представлены результаты эмпирического исследования, направленного на установление взаимосвязи между характеристиками совета директоров и финансовой результативностью инновационно-активных компаний. Исследование проводилось с помощью инструментов эконометрического моделирования в два этапа. На первом была выявлена статистически значимая положительная связь между долей независимых директоров в совете директоров и интенсивностью инвестиций в НИОКР. А также установлено, что существует различие в интенсивности вложений в НИОКР между инновационно-активными компаниями, при совете директоров которых образован комитет по стратегии, и теми инновационно-активными компаниями, которые данного комитета не создают. При этом в среднем интенсивность инвестиций в НИОКР выше у

компаний, создающих при совете директоров комитет по стратегии. На втором этапе была установлена статистически значимая положительная взаимосвязь между интенсивностью инвестиций в НИОКР и финансовой результативностью деятельности компании, выраженной с помощью показателя рентабельности активов, измеренном через 3 года после осуществления затрат на НИОКР. Таким образом, был сделан вывод о наличии положительной взаимосвязи между долей независимых директоров в совете директоров и финансовой результативностью инновационно-активных компаний, выраженной рентабельностью активов. А также о том, что существует различие в финансовой результативности инновационно-активных компаний, при совете директоров которых функционирует комитет по стратегии и инновационно-активных компаний, в которых данный комитет не образован. При этом у первых в среднем финансовая результативность, выраженная показателем рентабельности активов, выше по сравнению со вторыми.

По итогам анализа описательной статистики было установлено, что большинство компаний, осуществляющих инновационную деятельность, принадлежат к энергетическому сектору, металлургическому производству, а также химической и нефтехимической отрасли. Причем в среднем доля независимых директоров в компаниях, относящихся к энергетическому комплексу на 5% меньше, чем в химии, нефтехимии и металлургии. Более того, комитеты по стратегии при совете директоров были созданы только в 26% компаний энергетической специализации, что существенно меньше по сравнению с аналогичными показателями в химии, нефтехимии (72%) и металлургии (53%). Также описательная статистика показала, что значения рентабельности активов в энергетике в среднем намного меньше (0,3%), чем в компаниях, функционирующих в химии, нефтехимии (6,2%) и металлургической промышленности (2,2%). Данные показатели, однако, близки к среднеотраслевым значениям рентабельности активов российских компаний за 2013 – 2015 гг., опубликованным ФНС, что может свидетельствовать о репрезентативности выборки.

На основании полученных результатов инновационно-активным российским публичным компаниям было рекомендовано рассмотреть возможность повышения интенсивности инвестиций в НИОКР, поскольку это положительно связано с финансовой результативностью. Более того, осуществляющим инновационную деятельность компаниям целесообразно задуматься о более широком внедрении современных практик корпоративного управления. В частности привлекать к работе совета директоров больше независимых директоров, руководствуясь при этом, однако, не только критериями независимости, но и обращая внимание на опыт, знания, связи, образование, деловую

репутацию и личные качества кандидатов в совет директоров. Кроме этого, инновационно-активным российским публичным компаниям стоит рассмотреть целесообразность создания при совете директоров комитета по стратегии, в рамках которого стало бы возможно более детально прорабатывать стратегические вопросы деятельности общества, в частности, тщательнее продумывать решения об инвестициях в НИОКР. Однако и здесь следует действовать разумно: возможно, небольшим компаниям с советом директоров из 5-7 членов более рационально переориентировать деятельность всего совета директоров с уклоном на стратегический аспект. Помимо этого, в работе совета директоров по примеру комитетов можно задействовать независимых экспертов и консультантов, а также привлекать руководителей профильных подразделений компаний при обсуждении тех или иных узкоспециализированных вопросов для получения профессиональных и квалифицированных рекомендаций.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Беликов И. Независимые директора в меньшинстве [Электронный ресурс] / И. Беликов // Российская Бизнес-газета / Карьера и менеджмент. – 2012. – № 859. – Режим доступа: <http://www.rg.ru/2012/08/14/upravlenie.html> (31.01.2016)
2. Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Фахритдинова Д.Н. Корпоративные конфликты и финансовая результативность компаний [Электронный ресурс] / И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, Д.Н. Фахритдинова // Вестник С.-Петерб. ун-та. / Сер. Менеджмент – 2014. – вып. 2 – Режим доступа: <http://www.vestnikmanagement.spbu.ru/archive/pdf/619.pdf> (22.05.2016)
3. Березинец И.В., Ильина Ю.Б., Черкасская А.Д. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ [Электронный ресурс] / И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская // Вестник С.-Петерб. ун-та. / Сер. Менеджмент – 2014. – вып. 2 – Режим доступа: <http://www.vestnikmanagement.spbu.ru/archive/pdf/586.pdf> (22.05.2016)
4. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М. : Олимп-бизнес, 1997. Гл. 12.
5. Бухвалов А. В., Смирнов М. В. Корпоративное управление: вводный курс учебно-методическое пособие. – 2012.
6. Бухгалтерская отчётность по РСБУ ОАО «АВТОВАЗ» за 2013 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=31&type=3> (21.04.2016)
7. Вербицкий В. Из идеального реальному: Что действительно нужно компаниям для своей практики из corporate governance best practices. – Альпина Паблишер, 2015.
8. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. – СПб. : Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2006.
9. Газин Г. Корпоративное управление в России: реальное конкурентное преимущество [Электронный ресурс] / Г. Газин // журнал «Вестник McKinsey» – 2003. – № 1 (2003) – Режим доступа: <http://vestnikmckinsey.ru/organizational-models-and-management-systems/korporativnoe-upravlenie-v-rossii-real-noe-konkurentnoe-preimushhestvo> (22.05.2016)
10. Годовой отчёт ПАО «Аэрофлот» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.aeroflot.ru/cms/reports_item/369 (30.01.2016)

11. Годовой отчёт ПАО АНК «Башнефть» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.bashneft.ru/files/iblock/faa/3_Godovoj_otchet_za_2014.pdf (05.02.2016)
12. Годовой отчёт ПАО «Газпром» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gazprom.ru/f/posts/05/298369/gazprom-annual-report-2014-ru.pdf> (08.02.2016)
13. Годовой отчёт ОАО «Куйбышевазот» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.kuazot.ru/colour.pdf> (05.02.2016)
14. Годовой отчёт ПАО «Лукойл» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.lukoil.ru/materials/doc/AGSM_2015/LUKOIL_AR_rus_2014.pdf (30.01.2016)
15. Годовой отчёт ПАО «Ростелеком» за 2014 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=141&type=2> (30.01.2016)
16. Инновационная активность субъектов инновационного процесса Мониторинг. // Информационный бюллетень. 2014. – Национальный исследовательский институт ВШЭ и Институт статистических исследований и экономики знаний – № 2 – С. 1-4.
17. Захаров А.А. Стоит ли применять EBITDA при оценке финансовых результатов? [Электронный ресурс] / А.А. Захаров // Планово-экономический отдел – 2012 – № 12 – Режим доступа: http://www.profiz.ru/peo/12_2012/primenenie_ebidta/ (22.05.2016)
18. Кодекс корпоративного управления от 21.03.2014 В: Вестник Банка России № 40 (1518) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf> (10.01.2016)
19. Королёв В.А. О комитетах совета директоров, или «Три кита» корпоративного управления / В.А. Королёв // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2011. – № 9
20. Королёв В.А. Роль совета директоров в контексте структуры собственности [Электронный ресурс] / В.А. Королёв // журнал «Независимый директор» – Режим доступа: <http://ncda.ru/library/articles/board/boardrole/> (12.01.2016)
21. Корпоративное управление: история и практика [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp_management_study/index.html (11.01.2016)
22. Логинов А. Независимый директор: кому он служит. [Электронный ресурс] / А. Логинов // Корпоративные стратегии – 2013. – № 39 (9149) – Режим доступа: <http://www.eg-online.ru/article/59037/>, свободный. - Загл. с экрана (31.01.2016)

23. Методические рекомендации по организации работы Совета директоров в акционерном обществе [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://rosim.ru/documents/194281> (02.02.2016)
24. Мини-интервью Александра Семёнова: Профессионализм придёт на смену независимости [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.ifru.ru/news/99/2013/07/16720/> (31.01.2016)
25. Назарычева Т.М. Инновационная рента: сущность, виды, механизм формирования и распределения в инновационной экономике [Электронный ресурс] / Т.М. Назарычева // Инновации. Инвестиции – 2013. – № 49 –Режим доступа: <http://uecs.ru/uecs49-492013/item/1934-2013-01-15-06-56-41?pop=1&tmpl=component&print=1> (22.05.2016)
26. Об акционерных обществах: федер. закон от 26.05. 1995 N 208-ФЗ : принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года : одобрен Советом Федерации 26 мая 1995 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_177708/ с экрана (12.01.2016)
27. Об инновационном центре «Сколково»: федер. закон от 28.09.2010 N 244-ФЗ: принят Государственной Думой 21 сентября 2010 года: одобрен Советом Федерации 22 сентября 2010 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://kremlin.ru/acts/bank/31792> (21.04.2016)
28. Открытое правительство предлагает улучшить налоговые условия для компаний в инновационной сфере [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/technology/articles/2016/03/28/635281-otkritoje-pravitelstvo-predlagaet-uluchshit-nalogovie-usloviya-dlya-kompanii-innovatsionnoi-sfere> (21.04.2016)
29. Политика по разработке и утверждению рекомендаций по голосованию в отношении кандидатов в члены Совета директоров ПАО «ГМК Норильский никель» - [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nornik.ru/assets/files/Politika-po-razrabotke-i-utverzhdeniyu-rekomendacij-po-kandidatam-v-Sovet-direktorov.pdf> (03.02.2016)
30. Пособие по корпоративному управлению в 6 т., ч. I «Введение в корпоративное управление» // подготовлено и опубликовано Международной финансовой корпорацией и Министерством торговли США– М. : «Альпина Бизнес Букс», 2004
31. Праздничных А.М. Построение инновационной экономики для будущего / А.М. Праздничных // Российский журнал менеджмента – 2011 – № 2 – С. 107 - 150

32. Правила листинга – наилучшая международная практика [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://ipoguide.moex.com/section-1-3.html> (21.04.2016)
33. Развитие института независимых директоров. Профессиональный портрет лучшего независимого директора [Электронный ресурс] // Ассоциация независимых директоров – 2015. – Режим доступа: <http://www.nand.ru/> экрана (31.01.2016)
34. Российский индекс совета директоров. SpecerStuart. [Электронный ресурс] // SpecerStuart – 2014 – Режим доступа: <https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/russiabiru16apr2015.pdf> (30.01.2016)
35. Родионов. И.И. Направления оценки работы совета директоров с учётом лучшей мировой практики [Электронный ресурс] / И.И. Родионов, И.В. Беликов // Акционерное общество – 2013. – № 6 (109). – Режим доступа: http://www.cfin.ru/investor/ao/bod_assessment.shtml (01.02.2016)
36. Руководство Осло. Рекомендации по сбору и анализу данных по инновациям // Вопросы измерения научно-технической деятельности – 3-е изд. – М.: совместная публикация ОЭСР и Евростата, 2010 – 107 с.
37. Сафронов И. В. Понятия "инновация" и инновационная деятельность: сущность и содержание // Вопросы современной науки и практики. Университет им. В.И. Вернадского. – 2008. – №. 4. – С. 14.
38. Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях. PwC. 2012 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.pwc.ru/ru/boardsurvey.html> (30.01.2016)
39. Совокупная доходность акционеров [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://balanced-scorecard.ru/vbm/method/230> (23.02.2016)
40. Стратегия инновационного развития России до 2020 г.: утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 8 декабря 2011 года N 2227-р [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://innovation.gov.ru/taxonomy/term/586> (21.04.2016)
41. Структуры корпоративного управления публичных российских компаний [Электронный ресурс] // Исследование центра корпоративного управления «Делойт» – 2015. – Режим доступа: <http://www2.deloitte.com/ru/ru/pages/risk/articles/2016/corporate-governance-structures-of-public-russian-companies.html> (21.04.2016)
42. Удовиченко О.М. 2014. “Показатели эффективности: системный подход”, Деловой завтрак с преподавателем ВШМ СПбГУ для руководителей компаний, видео-

- лекция от 25.04.2014 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.youtube.com/watch?v=5Vtjixq_3Y4
43. Филатов А. Организация работы совета директоров. Практические рекомендации / А. Филатов, Э. Джураев – М. : Альпина Паблишер, 2014 – 172 с.
 44. Черемушкин С. В. Управление финансовой результативностью: теория и практика (часть 2) //Управление корпоративными финансами. – 2011. – Т. 6. – С. 274-299.
 45. Шумпетер Й.А. Теория экономического развития / Й.А. Шумпетер – М. : Директмедиа Паблишинг, 2008 – 401 с.
 46. Bae S. C., Noh S. Multinational corporations versus domestic corporations: a comparative study of R&D investment activities // Journal of multinational financial management. – 2001. – Т. 11. – №. 1. – С. 89-104.
 47. Bae, K.-H., J.-K. Kang, J.-M. Kim. 2002. Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. J. Finance 57 2695–2740.
 48. Beld B. The effects of R&D investment on firm performance. IBA Bachelor Thesis Conference. – 2014.
 49. Baysinger B., Hoskisson R. E. The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy //Academy of Management review. – 1990. – Т. 15. – №. 1. – С. 72-87.
 50. Burja V., Mărginean R. The Study of Factors that may Influence the Performance by the Dupont Analysis in the Furniture Industry //Procedia Economics and Finance. – 2014. – Т. 16. – С. 213-223.
 51. Business Impact and ROI: A Proposed Approach to Learning and Development Investment / Mohamed, A., Rasli, A., Abu Mansor, N.N. // Procedia - Social and Behavioral Sciences – 2012. - No. 40 - P. 596-603.
 52. Chauvin K. W., Hirschey M. Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm //Financial management. – 1993. – С. 128-140.
 53. Chen H. L. Board Characteristics and R&D Investment: Evidence from Taiwan's Electronics Industry //Advances in Management and Applied Economics. – 2012. – Т. 2. – №. 4. – С. 161.
 54. Corporate governance. Overview [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/IFC+CG (11.01.2016)
 55. Damodaran A. Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): Measurement and implications // Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications (July 2007). – 2007.

56. Dong J., Gou Y. Corporate governance structure, managerial discretion, and the R&D investment in China // *International Review of Economics & Finance*. – 2010. – Т. 19. – №. 2. – С. 180-188
57. Doukas, J. and L. Switzer. 1992. The stock market's valuation of R&D spending and market concentration. *Journal of Economics and Business* 44 (2): 95-114
58. Do your board need a committee strategy? Effective governance [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.effectivegovernance.com.au/does-your-board-need-a-strategy-committee/> (08.02.2016)
59. Driver C., Guedes M. J. C. Research and development, cash flow, agency and governance: UK large companies // *Research Policy*. – 2012. – Т. 41. – №. 9. – С. 1565-1577.
60. Gilson R. J., Kraakman R. Reinventing the outside director: An agenda for institutional investors // *Stanford Law Review*. – 1991. – С. 863-906
61. Guide to key performance indicators. Communicating the measures that matter. Corporate reports. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/corporate-reporting/assets/pdfs/UK_KPI_guide.pdf (23.02.2016)
62. Hill C. W. L., Snell S. A. External control, corporate strategy, and firm performance in research intensive industries // *Strategic Management Journal*. – 1988. – Т. 9. – №. 6. – С. 577-590.
63. Honoré F., Munari F., de La Potterie B. P. Corporate governance practices and companies' R&D intensity: Evidence from European countries // *Research policy*. – 2015. – Т. 44. – №. 2. – С. 533-543.
64. Hoskisson R. E. et al. Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies // *Academy of Management journal*. – 2002. – Т. 45. – №. 4. – С. 697-716.
65. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure // *Economics social institutions*. – Springer Netherlands, 1979. – С. 163-231.
66. Lin B. W., Chen J. S. Corporate technology portfolios and R&D performance measures: a study of technology intensive firms // *R&D Management*. – 2005. – Т. 35. – №. 2. – С. 157-170
67. Mank D. A., Nystrom H. E. Decreasing returns to shareholders from R&D spending in the computer industry // *Engineering Management Journal*. – 2001. – Т. 13. – №. 3. – С. 3-8.

68. Manual F. Proposed standard practice for surveys on research and experimental development. // OECD – 2002.
69. Masulis R. W., Wang C., Xie F. Globalizing the boardroom—The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance //Journal of Accounting and Economics. – 2012. – Т. 53. – №. 3. – С. 527-554.
70. Measuring long-term performance [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/measuring_long-term_performance (13.02.2016)
71. Nishi T. Different board structures and R&D: evidence from Japanese corporations. Corporate board: role duties & composition – 2015 – Т. 11. – № 2. continued 1.
72. Pantagakis E., Terzakis D., Arvanitis S. R&D investments and firm performance: An Empirical Investigation of the High Technology Sector (Software and Hardware) in the EU //Available at SSRN 2178919. – 2012.
73. Parmenter D. Key Performance Indicators / Parmenter D.– Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2007. – 255 p.
74. Romano G., Guerrini A. The effects of ownership, board size and board composition on the performance of Italian water utilities //Utilities Policy. – 2014. – Т. 31. – С. 18-28.
75. Success or struggle: ROA as a true measure of business performance [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www2.deloitte.com/us/en/pages/center-for-the-edge/articles/shift-index-return-on-assets-business-performance.html> (01.04.2015)
76. Szewczyk S. H., Tsetsekos G. P., Zantout Z. The valuation of corporate R&D expenditures: Evidence from investment opportunities and free cash flow //Financial Management. – 1996. – С. 105-110.
77. The best way to measure company performance [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://hbr.org/2010/03/the-best-way-to-measure-compan.html> (15.03.2015)
78. Volonté C. Boards: Independent and committed directors? //International Review of Law and Economics. – 2015. – Т. 41. – С. 25-37.
79. Wallace J. S. Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for? //Journal of Accounting and Economics. – 1997. – Т. 24. – №. 3. – С. 275-300.
80. Yoo T., Sung T. How outside directors facilitate corporate R&D investment? Evidence from large Korean firms //Journal of Business Research. – 2015. – Т. 68. – №. 6. – С. 1251-1260.
81. Zhu Z., Huang F. 2012. The Effect of R&D Investment on Firm's Financial Performance: Evidence from the Chinese Listed IT Firms. Modern Economy 3: 915 – 919

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Описательная статистика переменных модели 1

. sum

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
t	183	2.087432	.7865668	1	3
n	183	35.78689	21.27691	1	72
lev	183	.4859644	.226959	.0196249	.9629747
compsize	183	24.87235	2.029243	17.7417	30.2432
ind	183	.2344711	.1763472	0	.6363636
bdsz	183	9.349727	2.396904	5	15
educ	183	.4317486	.1638453	0	.86
freq	183	21.92896	15.60784	2	75
tenure	183	3.352915	2.295808	.5	11.17
rd	183	.005292	.0205273	1.63e-06	.205233
str	183	.442623	.4980596	0	1
government	183	.7540984	1.133735	0	5

Приложение 2. Базовая модель 1

. reg rd lev compsize

Source	SS	df	MS	Number of obs = 183		
Model	.01112124	2	.00556062	F(2, 180) = 15.27		
Residual	.065568122	180	.000364267	Prob > F = 0.0000		
Total	.076689362	182	.00042137	R-squared = 0.1450		
				Adj R-squared = 0.1355		
				Root MSE = .01909		

rd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0206208	.0062609	-3.29	0.001	-.0329751	-.0082665
compsize	-.003309	.0007003	-4.73	0.000	-.0046908	-.0019273
_cons	.0976163	.0180145	5.42	0.000	.0620696	.1331631

Приложение 3. Сквозная регрессия модели 1

. reg rd lev compsize ind bdsz educ freq tenure str government

Source	SS	df	MS	Number of obs = 183		
Model	.031661023	9	.003517891	F(9, 173) = 13.52		
Residual	.045028339	173	.000260279	Prob > F = 0.0000		
Total	.076689362	182	.00042137	R-squared = 0.4128		
				Adj R-squared = 0.3823		
				Root MSE = .01613		

rd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.011074	.0055428	-2.00	0.047	-.0220142	-.0001337
compsize	-.0043087	.0007279	-5.92	0.000	-.0057455	-.0028719
ind	.0182818	.007689	2.38	0.019	.0031055	.033458
bdsz	-.0029743	.0006269	-4.74	0.000	-.0042117	-.0017368
educ	.0176999	.0075891	2.33	0.021	.0027207	.0326791
freq	.0003146	.0000859	3.66	0.000	.000145	.0004841
tenure	.0019538	.000597	3.27	0.001	.0007755	.0031321
str	.0082366	.0028046	2.94	0.004	.002701	.0137722
government	.0068337	.0012375	5.52	0.000	.0043913	.0092762
_cons	.1114729	.0170809	6.53	0.000	.077759	.1451867

Приложение 4. Тест Вальда модели 1

```
. xtreg rd lev compsize ind bdsiz educ freq tenure str government, fe
```

Fixed-effects (within) regression

Number of obs	=	183
Group variable: n		
Number of groups	=	72

R-sq: within = 0.3791 Obs per group: min = 1
 between = 0.2048 avg = 2.5
 overall = 0.2353 max = 3

corr(u_i, Xb) = -0.6706 F(9,102) = 6.92
 Prob > F = 0.0000

rd	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0112377	.0112494	-1.00	0.320	-.0335508	.0110755
compsize	-.0097757	.0039939	-2.45	0.016	-.0176975	-.0018539
ind	.0358979	.0207476	1.73	0.087	-.0052548	.0770507
bdsiz	-.0007267	.0035131	-0.21	0.837	-.0076949	.0062416
educ	.0312198	.0145923	2.14	0.035	.002276	.0601636
freq	-.000357	.0002184	-1.63	0.105	-.0007901	.0000762
tenure	.0018447	.0018005	1.02	0.308	-.0017266	.0054159
str	.0115762	.0044364	2.61	0.010	.0027767	.0203758
government	.0074261	.001981	3.75	0.000	.0034968	.0113554
_cons	.2297145	.1074741	2.14	0.035	.0165401	.4428889
sigma_u	.02249378					
sigma_e	.01206334					
rho	.77663009	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(71, 102) = 2.92 Prob > F = 0.0000

Приложение 5. Тест Бреуша – Пагана модели 1

```
. xtreg rd lev compsize ind bdsiz educ freq tenure str government, re
```

Random-effects GLS regression

Number of obs	=	183
Group variable: n		
Number of groups	=	72

R-sq: within = 0.3202 Obs per group: min = 1
 between = 0.4192 avg = 2.5
 overall = 0.4028 max = 3

Random effects u_i ~ Gaussian wald chi2(9) = 98.25
 corr(u_i, X) = 0 (assumed) Prob > chi2 = 0.0000

rd	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0095161	.0064765	-1.47	0.142	-.0222098	.0031776
compsize	-.003731	.0008996	-4.15	0.000	-.0054941	-.0019679
ind	.0186861	.0094741	1.97	0.049	.0001171	.0372551
bdsiz	-.0031271	.000794	-3.94	0.000	-.0046833	-.0015708
educ	.0237087	.0085268	2.78	0.005	.0069965	.0404209
freq	.0002024	.0001045	1.94	0.053	-2.41e-06	.0004073
tenure	.0016915	.0007495	2.26	0.024	.0002225	.0031605
str	.0097022	.0030092	3.22	0.001	.0038042	.0156002
government	.00714	.0013745	5.19	0.000	.004446	.009834
_cons	.0976616	.0212263	4.60	0.000	.0560588	.1392644
sigma_u	.01107984					
sigma_e	.01206334					
rho	.45758012	(fraction of variance due to u_i)				

```
. est store re
```

```
. xttest0
```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

rd[n,t] = Xb + u[n] + e[n,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
rd	.0004214	.0205273
e	.0001455	.0120633
u	.0001228	.0110798

Test: var(u) = 0

chi2(1) = 19.03
 Prob > chi2 = 0.0000

Приложение 6. Тест Хаусмана модели 1

. hausman fe re

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
lev	-.0112377	-.0095161	-.0017215	.009198
compsize	-.0097757	-.003731	-.0060447	.0038912
ind	.0358979	.0186861	.0172118	.0184582
bdsiz	-.0007267	-.0031271	.0024004	.0034222
educ	.0312198	.0237087	.0075111	.0118419
freq	-.000357	.0002024	-.0005594	.0001917
tenure	.0018447	.0016915	.0001532	.0016371
str	.0115762	.0097022	.001874	.0032597
government	.0074261	.00714	.0002861	.0014266

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(9) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 13.88
Prob>chi2 = 0.1267

Приложение 7. Тест на наличие мультиколлинеарности в модели 1

. estat vif

Variable	VIF	1/VIF
bdsiz	1.58	0.633314
compsize	1.53	0.655404
government	1.38	0.726564
str	1.36	0.732936
tenure	1.31	0.761369
ind	1.29	0.777849
freq	1.26	0.795469
lev	1.11	0.903669
educ	1.08	0.924944
Mean VIF	1.32	

Приложение 8. Описательная статистика переменных модели 2

. sum

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
t	183	2.087432	.7865668	1	3
n	183	35.78689	21.27691	1	72
lev	183	.4902394	.2327905	.054	1.229
rd2	183	.0004471	.0034135	2.67e-12	.0421206
rd	183	.005292	.0205273	1.63e-06	.205233
roa	183	.0280861	.0946449	-.2711386	.344897
compsize	183	24.80765	2.104053	17.86844	30.2432
capitaliza~n	183	23.71799	2.388411	18.94308	28.85751

Приложение 9. Базовая модель 2

. reg roa lev compsize

Source	SS	df	MS	Number of obs = 183		
Model	.250994433	2	.125497217	F(2, 180) = 16.38		
Residual	1.37929756	180	.007662764	Prob > F = 0.0000		
Total	1.63029199	182	.008957648	R-squared = 0.1540		
				Adj R-squared = 0.1446		
				Root MSE = .08754		
roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0569466	.0286823	-1.99	0.049	-.1135433	-.0003499
compsize	.0160694	.0030956	5.19	0.000	.0099611	.0221776
_cons	-.3428493	.0793995	-4.32	0.000	-.4995227	-.1861758

Приложение 10. Сквозная регрессия модели 2

. reg roa lev ln rd rd2

Source	SS	df	MS			
Model	.343688866	4	.085922217	Number of obs = 183		
Residual	1.28660315	178	.007228108	F(4, 178) = 11.89		
Total	1.63029202	182	.008957648	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.2108		
				Adj R-squared = 0.1931		
				Root MSE = .08502		

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0602036	.0279483	-2.15	0.033	-.1153563	-.0050508
ln	.0177958	.0030729	5.79	0.000	.0117318	.0238597
rd	2.915145	.8588223	3.39	0.001	1.220361	4.609928
rd2	-14.10681	5.142757	-2.74	0.007	-24.25543	-3.958194
_cons	-.3932105	.0791965	-4.97	0.000	-.5494952	-.2369257

Приложение 11. Тест Вальда модели 2

. xtreg roa compsize lev rd2 rd, fe

Fixed-effects (within) regression
Group variable: n

Number of obs = 183
Number of groups = 72

R-sq: within = 0.3197
between = 0.0839
overall = 0.1661

Obs per group: min = 1
avg = 2.5
max = 3

corr(u_i, Xb) = -0.3687

F(4,107) = 12.57
Prob > F = 0.0000

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
compsize	.0310462	.0059988	5.18	0.000	.0191542	.0429382
lev	.0419065	.1017533	0.41	0.681	-.1598076	.2436205
rd2	-15.75998	5.270813	-2.99	0.003	-26.20875	-5.311207
rd	3.420846	.8948081	3.82	0.000	1.646993	5.194698
_cons	-.7734539	.1414984	-5.47	0.000	-1.053958	-.4929498

sigma_u	.08379185					
sigma_e	.06533406					
rho	.62190567	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(71, 107) = 2.74 Prob > F = 0.0000

Приложение 12. Тест Бреуша-Пагана модели 2

```
. xtreg roa lev compsize rd rd2, re
```

```
Random-effects GLS regression           Number of obs   =       183
Group variable: n                       Number of groups  =        72

R-sq:  within = 0.2988                  Obs per group:  min =         1
        between = 0.1644                  avg =       2.5
        overall = 0.2100                  max =         3

Random effects u_i ~ Gaussian           wald chi2(4)      =       55.58
corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Prob > chi2       =       0.0000
```

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
roa						
lev	-.0570133	.0351304	-1.62	0.105	-.1258677	.011841
compsize	.0209747	.003431	6.11	0.000	.0142501	.0276993
rd	3.37523	.787682	4.29	0.000	1.831402	4.919059
rd2	-15.97204	4.701583	-3.40	0.001	-25.18697	-6.757106
_cons	-.4755245	.0871646	-5.46	0.000	-.646364	-.304685
sigma_u	.05638455					
sigma_e	.06533406					
rho	.42686912	(fraction of variance due to u_i)				

```
. est store re
```

```
. xttest0
```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

```
roa[n,t] = xb + u[n] + e[n,t]
```

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.0089576	.0946449
e	.0042685	.0653341
u	.0031792	.0563845

Test: var(u) = 0

```
chi2(1) = 18.33
Prob > chi2 = 0.0000
```

Приложение 13. Тест Хаусмана модели 2

```
. hausman fe re
```

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
lev	.0419065	-.0570133	.0989198	.0954965
compsize	.0310462	.0209747	.0100715	.0049208
rd	3.420846	3.37523	.0456152	.4245452
rd2	-15.75998	-15.97204	.2120616	2.382558

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(4) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 9.77
Prob>chi2 = 0.0446
```

Приложение 14. Тест на наличие мультиколлинеарности в модели 2

```
. estat vif
```

Variable	VIF	1/VIF
rd	7.83	0.127781
rd2	7.76	0.128869
compsize	1.05	0.951091
lev	1.01	0.987066
Mean VIF	4.41	

Приложение 15. Базовая модель 2 с рыночной капитализацией

. reg capitalization lev compsize

Source	SS	df	MS
Model	582.444953	2	291.222477
Residual	455.77498	180	2.53208322
Total	1038.21993	182	5.70450513

Number of obs = 183
F(2, 180) = 115.01
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.5610
Adj R-squared = 0.5561
Root MSE = 1.5913

capitaliza~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
lev	-1.661547	.5213863	-3.19	0.002	-2.690362 -.6327314
compsize	.8173045	.0562713	14.52	0.000	.7062682 .9283407
_cons	4.25177	1.443324	2.95	0.004	1.403758 7.099781

Приложение 16. Сквозная регрессия модели 2 с рыночной капитализацией

. reg capitalization lev compsize rd rd2

Source	SS	df	MS
Model	584.876065	4	146.219016
Residual	453.343868	178	2.54687566
Total	1038.21993	182	5.70450513

Number of obs = 183
F(4, 178) = 57.41
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.5633
Adj R-squared = 0.5535
Root MSE = 1.5959

capitaliza~n	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
lev	-1.632876	.5246232	-3.11	0.002	-2.668158 -.5975949
compsize	.8116014	.0576816	14.07	0.000	.6977737 .9254291
rd	-15.74555	16.12139	-0.98	0.330	-47.5592 16.06809
rd2	88.65852	96.53782	0.92	0.360	-101.8474 279.1644
_cons	4.422993	1.486611	2.98	0.003	1.489342 7.356643